

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

La Protection des Obligataires

DANS LES SOCIÉTÉS ANONYMES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Mercredi 1^{er} février 1922, à 2 heures

PAR

Aimé AZAM

LICENCIÉ ÈS-SCIENCES

Président : M. WAHL.

<i>Suffragants</i>	}	M. PERCEIROU, professeur.
		M. HÉMARD, professeur.

LIBRAIRIE MODERNE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

ERNEST SAGOT & C^{IE}

19, rue Cujas et 10, rue Victor-Cousin — Paris (5^e)

1922

THÈSE

POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

La Protection des Obligataires

DANS LES SOCIÉTÉS ANONYMES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Mercredi 1^{er} février 1922, à 2 heures

PAR

Aimé AZAM

LICENCIÉ ÈS-SCIENCES



Président : M. WAHL.

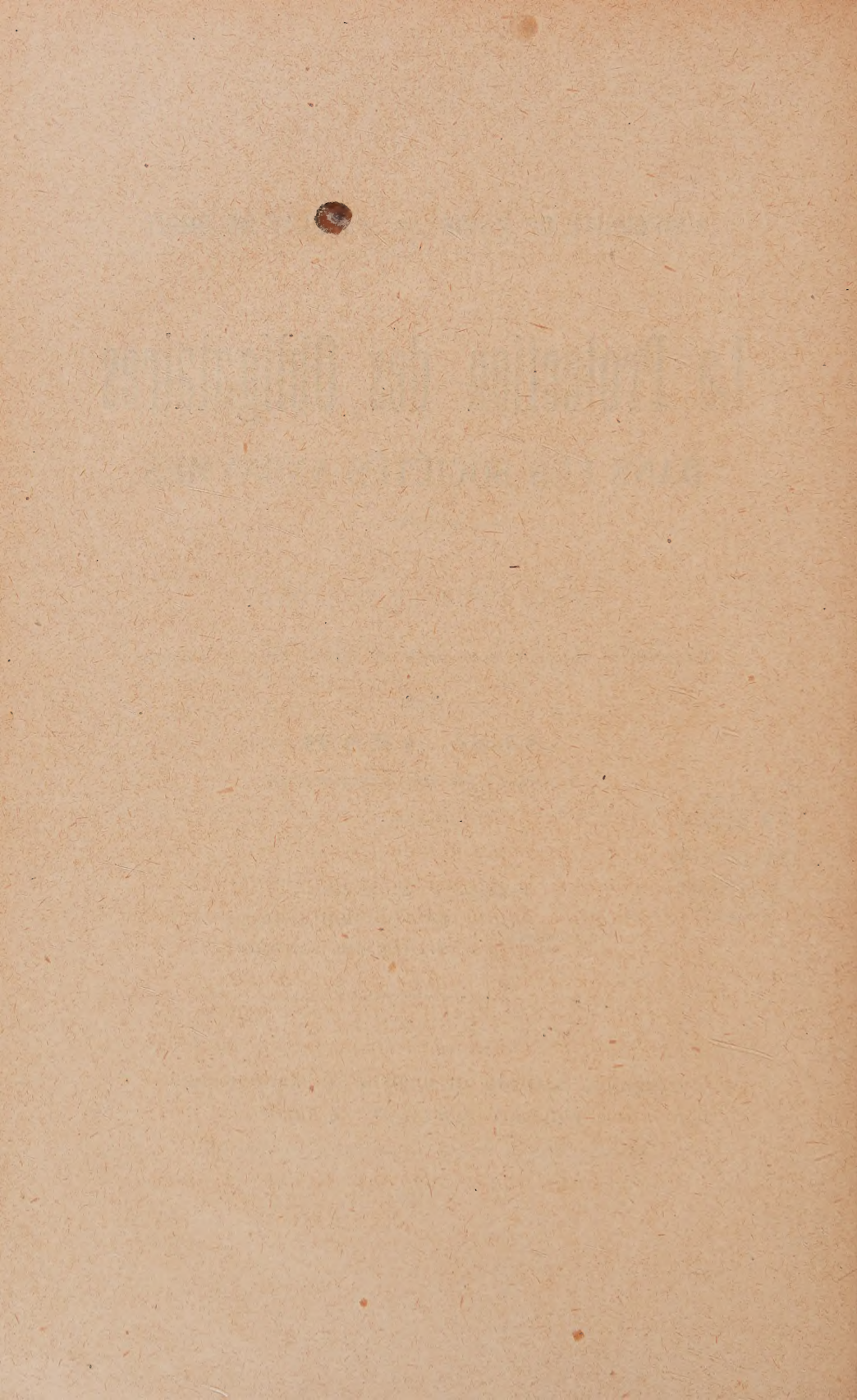
Suffragants : $\left\{ \begin{array}{l} \text{M. PERCEROU, professeur.} \\ \text{M. HÉMARD, professeur.} \end{array} \right.$

LIBRAIRIE MODERNE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

ERNEST SAGOT & C^{IE}

19, rue Cujas et 10, rue Victor-Cousin — Paris (5^e)

1922



LA PROTECTION DES OBLIGATAIRES

Dans les Sociétés Anonymes

INTRODUCTION

Le problème de la protection des obligataires préoccupe depuis de longues années les juristes, les financiers et les hommes d'Etat, il a été examiné sous toutes ses faces et cependant il n'a pas encore reçu — du moins dans notre législation — de solution d'ensemble.

La question est complexe car les intérêts en jeu ne sont pas faciles à amalgamer et à concilier. Dès 1901, M. A. Wahl écrivait :

« Si la France paraît devoir être, dans l'ordre chronologique, le dernier pays qui organisera la représentation commune des obligataires, elle a eu du moins le mérite d'être l'un des premiers à y songer : sur ce point comme sur tant d'autres, elle s'est contentée du rôle d'initiatrice et a soulevé des débats dont les législateurs étrangers ont su faire leur profit... » (Bulletin mensuel de la Société de législation comparée N° 4 — 5 avril-mai 1901, page 301).

A vingt ans de date, cette observation reste plus

vraie que jamais. Nombreux en effet sont aujourd'hui les pays qui ont essayé d'organiser la protection des obligataires. La France demeure à l'arrière, n'ayant jusqu'ici qu'une amorce de législation dans le règlement transactionnel (loi du 2 Juillet 1919). — Ce n'est pas que des projets de réglementation aient fait défaut : M. A. Wahl dans sa communication de 1901 en dressait une brève nomenclature.

« C'est à 1875 que paraît remonter la première tentative faite pour régler le sort des obligataires : elle consista dans la nomination d'une commission extra-parlementaire dont les travaux n'ont pas abouti. Les désastres financiers du début de l'année 1883 firent soumettre au Sénat un projet de loi émané d'une autre Commission extra-parlementaire qui réformait le régime des sociétés commerciales et consacrait des dispositions assez complexes pour les obligations. On sait que les seules dispositions de ce projet qui, après modifications eurent été converties en texte législatif, sont celles qui figurent dans la loi du 1^{er} août 1893.

Une autre proposition de loi sur les Sociétés, présentée à la Chambre en 1886 par M. René Brice, consacrait également un certain nombre de dispositions aux obligations, puis à la suite de la liquidation de la Compagnie de Panama et de la loi du 1^{er} juillet 1893, qui avait organisé la représentation

judiciaire commune des obligataires de cette Société dans la liquidation, deux propositions d'initiative parlementaire ont été présentées pour conférer aux obligataires des moyens de contrôle : aucune d'elles n'a été discutée... (Bulletin, loc. cit., p. 303 et 304.)

Depuis, la liste des projets et propositions s'est beaucoup développée, mais les réalisations sont restées faibles — sans prétendre à être complet, l'on peut noter que le projet voté par le Sénat en 1884 fut repris — mais toujours sans succès — en 1906, en 1910 et en 1911.

Par suite de la guerre, la question a retrouvé une opportunité accrue, d'où les propositions de loi de MM. Raoul Péret, Jules Siegfried, etc... (27 mars 1917), et enfin la dernière en date de M. R. Lafarge (1920).

A l'heure actuelle, deux catégories de personnes ayant parfois des intérêts contradictoires, concourent à une œuvre commune. Il s'agit non seulement de rechercher la part qui est réservée à chacune d'elles, mais encore de voir si le législateur a trouvé une combinaison heureuse respectant les légitimes desiderata des parties en présence. Dans notre droit l'actionnaire semble être assimilé à l'entrepreneur et l'obligataire au salarié. Le premier a la direction de l'affaire et en court les risques bons ou mauvais, le second se borne à fournir du travail ; mais il

bénéficie d'une situation privilégiée quant à la sécurité de sa rémunération. Ce système de salariat est aujourd'hui bien discuté, aussi essaye-t-on d'y apporter de nombreux correctifs.

Dans l'un comme dans l'autre cas, le lien n'apparaît plus assez grand.

Parfois les aiguilles qui marquent l'heure sur le cadran suivent une marche fantaisiste, il faut alors les assembler sous peine de voir l'horloge devenir inutile. Le même problème se pose aujourd'hui pour les actionnaires et les obligataires, le régime actuel les désolidarise trop. Qu'on nous permette une comparaison empruntée à un tout autre domaine « L'étude des rapports de l'Eglise et l'Etat ».

Dans cette hypothèse, deux puissances prétendent imposer leurs lois aux mêmes individus. Qui l'emportera s'il arrive que ces lois soient contradictoires ?

Il est malaisé de servir deux maîtres à la fois.

Dans les sociétés par actions l'on est en présence de personnes qui ont versé des fonds pour qu'une affaire puisse se constituer et prospérer. Mais ces personnes ont souvent des intérêts divergents, elles sont ployées sous le même joug, seulement dans certains cas, les unes gagneraient à aller à droite et les autres à gauche. La politique des sociétés est difficilement avantageuse et aux actionnaires et aux obligataires.

C'est là une chose reconnue sur laquelle il est inutile de s'étendre.

L'obligataire est un prêteur qui n'a pas à s'immiscer dans la gestion de la société. Si l'affaire est prospère, il touche un intérêt fixe et à l'arrivée de la date prévue pour le remboursement, il reçoit la valeur nominale de son titre. Si l'affaire tombe en faillite il sera remboursé de son prêt avant l'actionnaire. Théoriquement l'obligataire ne court aucun risque, pratiquement il n'en est pas de même. En effet, aucune autorisation n'est nécessaire pour créer des obligations et rien ne limite la somme globale à émettre, aussi il arrive que dans certaines liquidations, le capital obligations est bien supérieur à l'actif social qui lui sert de contre garantie. Dans ce cas, le gage offert par le capital actions est illusoire. Dans leur propre intérêt et pour encourager les prêteurs à souscrire, depuis ces dernières années, les sociétés créent des « Sociétés civiles d'obligataires ».

Le principe de ces Sociétés civiles ou mieux de ces associations est excellent ; mais par suite de l'absence d'une loi, les règlementant sévèrement, la protection ainsi accordée aux obligataires nous paraît inefficace et dangereuse.

A l'heure actuelle, une majorité relativement faible d'obligataires présents ou représentés suffit parfois pour changer les conditions du contrat et

même pour transformer les obligations en actions.

Pour assurer la sauvegarde des intérêts collectifs des obligataires, nos lois ont besoin d'être complétées. C'est la justification de l'étude qui va suivre. Il nous reste à dire brièvement comment nous la comprenons et la traiterons.

Tout d'abord nous essaierons de définir juridiquement l'organisme qui groupe les obligataires, sans oublier d'étudier la nature de leurs droits. L'obligataire est-il un créancier chirographaire quelconque ou bien au contraire, a-t-il une créance d'une nature juridique particulière ?

Nous examinerons ensuite les dispositifs de protection imaginés par les législations étrangères, ainsi que les projets parlementaires français. Enfin, comme conclusion d'ensemble, après avoir étudié la pratique actuelle des sociétés, nous indiquerons un certain nombre de réformes qu'il nous paraîtrait utile d'introduire dans notre droit.

Autant que faire se pourra, nous ne nous bornerons pas à suggérer des procédés théoriques de protection, nos remèdes seront la conséquence, non seulement de l'examen pratique des dispositions étrangères ; mais encore des desiderata du monde des affaires. En matière de droit commercial et financier, il n'y a pas de guide plus inventif, plus fécond ni plus sûr.

CHAPITRE PREMIER

Nature juridique des droits de l'obligataire Exercice pratique de ces droits Sociétés civiles ou Associations ?

Une société qui se fonde trouve tout d'abord les ressources dont elle a besoin parmi ses premiers actionnaires : leurs apports constituent le capital social initial. Si ces ressources deviennent insuffisantes la Société a deux moyens de les augmenter ; elle peut soit créer de nouvelles actions, soit émettre des obligations.

Il y a des différences essentielles entre ces titres — dérivant toutes de ce que l'actionnaire est un associé, tandis que l'obligataire est un prêteur — c'est là une notion unanimement admise aujourd'hui dans ce sens l'on peut citer (MM. BOISTEL, ROUSSEAU, LYON-CAEN et RENAULT). MM. HOUPIŒ et BOSVIEUX dont on connaît l'autorité dans le monde des affaires écrivent aussi que « l'on doit considé-

rer l'obligation comme un droit de créance résultant d'un contrat de prêt » (*Traité théorique et pratique sur les sociétés commerciales et les Associations* 5^e édition 1918, page 471). De même M. René GAIN dans un opuscule tout récent. « Les obligations sont des créances contre la société correspondant à des emprunts faits par elle » (*Les sociétés d'obligataires*, DALLOZ 1920, p. 1).

Sans doute, il y a des ressemblances entre les obligations et les actions : les unes et les autres sont des meubles incorporels : elles sont représentées par des titres de même forme et qui se transmettent de la même façon : elles sont frappées des mêmes droits et soumises à d'identiques formalités quant à l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction sur le marché français (Loi du 30 janvier 1907 art. 3). Mais, ainsi que le remarquent MM. LYON-CAEN et RENAULT.

« Ces ressemblances sont secondaires.

... Au fond il y a entre les obligations et les actions des différences notables qui dérivent en général, de la même idée : l'action est une part d'associé, l'obligation une créance résultant d'un prêt, l'actionnaire est un associé, l'obligataire un prêteur, *Manuel de Droit commercial* (11^e édition 1913 p. 149). Sous toutes les plumes, c'est toujours la même formule qui revient ; de nombreuses conséquences en découlent :

1° — Les actions supposent l'existence d'une société, les obligations pouvant être émises indifféremment par des Sociétés, des Etats, des villes, des particuliers, etc...

2° — L'action donne droit à des dividendes variables : l'obligation à des revenus fixes déterminés par les statuts. Il faut noter pourtant qu'il existe des obligations à revenu variable « La loi n'interdit pas de stipuler au profit du prêteur d'une somme d'argent, en dehors d'un intérêt fixe ou même à titre d'intérêt, l'attribution d'une portion des bénéfices que réalisera l'emprunteur dans son entreprise et pareille stipulation peut intervenir dans l'acte ou la délibération autorisant l'émission d'obligations. Une société tombée en faillite ou mise en liquidation judiciaire peut aussi suivant une création récente de la pratique qui n'a rien d'illégal offrir à ses créanciers à titre de concordat une délégation des bénéfices futurs de l'entreprise sous forme d'obligations à coupons variables » (HOUPIN et BOSVIEUX, loc. cit. p. 558). Le but poursuivi dans cette combinaison est de permettre à une société gênée, de ne pas courir le risque de sombrer parce que ses coupons sont en souffrance.

Ces sortes d'obligations sont fréquentes aux Etats-Unis — même dans les sociétés prospères. En France au contraire elles n'apparaissent guère qu'en cas de crise « on crée parfois des obligat-

tions à revenu variable principalement, lorsqu'une société, que des charges trop lourdes ont amené à demander son concordat — propose comme condition la conversion en titre de ce genre de ses dettes obligatoires ou autres. Ces sortes d'obligations sont rémunérées comme leur nom l'indique par un revenu variable et non par un intérêt : en outre, ce revenu a en général, un maximum limité par exemple à 5 ou 6 pour cent. Il en résulte que ces titres tiennent des actions et des obligations par les inconvénients sans avoir les avantages des unes et des autres. Si la société est prospère, les obligataires toucheront un revenu modeste alors que les actionnaires se partageront entre eux des bénéfices importants. Si les affaires ne sont pas brillantes, les obligataires ne toucheront rien ; même dans ce cas, les obligataires restent des prêteurs et ne deviennent pas des associés (René GARN, loc. cité., p. 10).

3° — Les actionnaires même les titulaires d'actions de priorité n'ont de droit sur l'actif social qu'après le désintéressement des obligataires.

4° — L'amortissement des actions n'est pas obligatoire, il n'est même possible que s'il y a des bénéfices distribuables : le remboursement des obligations s'impose puisqu'il s'agit d'un prêt ;

5° — L'obligataire remboursé n'a plus de droits

contre la société, l'actionnaire reçoit une action de jouissance ;

6° — Les actionnaires participent seuls, à l'exclusion des obligataires à l'administration des affaires sociales.

7° — Les administrateurs ou gérants représentent la société et par contre coup les actionnaires ; mais non les obligataires ;

8° — Les obligataires peuvent comme tous les créanciers et à la différence des actionnaires, faire mettre individuellement et collectivement la société en faillite ;

9° — La création des actions est sévèrement réglementée par des dispositions d'ordre public, les émissions d'obligations au contraire profitent dans le silence de la loi, du bénéfice de la liberté des conventions de telle sorte que « les inconvénients de la situation des obligataires sont devenus surtout sensibles lorsque les sociétés sont entrées dans la voie de l'émission des obligations, non seulement pour faire face à des besoins temporaires ou imprévus ; mais pour se procurer des capitaux qui étaient nécessaires dès le début de l'entreprise et d'une manière permanente. Les sociétés ont ainsi cherché dans l'émission d'obligations un moyen d'échapper aux lois restrictives de la constitution du capital » (WAHL, loc. cit., p. 303).

On pourrait poursuivre ce parallèle entre les

actions et les obligations mais on n'aboutirait qu'à des redites. Toutefois, il était indispensable de rappeler les différences fondamentales qui séparent ces deux sortes de titres.

A l'heure actuelle, sauf des cas exceptionnels, les sociétés sont libres d'agir comme elles l'entendent pour émettre des obligations. Aucune autorisation n'est requise et d'autre part, le chiffre de l'emprunt n'est pas limité. Il n'y a pas non plus de proportion imposée entre le capital actions et le capital obligations. Le législateur, a songé à modifier cette dernière disposition en partant du principe que « les actions sont le gage des obligations ».

Cette idée se fait jour, en particulier dans la loi du 11 juin 1880 sur les chemins de fer d'intérêt local stipulant « qu'il ne pouvait être émis d'obligations pour une somme supérieure au capital actions ». Des articles semblables se retrouvent dans des pays étrangers. En étudiant ces diverses législations, nous examinerons si une limite au capital obligations constitue une garantie suffisante pour le prêteur et si de telles dispositions ne pourraient pas nuire, à la prospérité de la société.

Dans notre droit les porteurs d'obligations peuvent :

1° Se faire délivrer un titre soit nominatif, soit au porteur ;

2° Obliger la société à leur verser périodiquement l'intérêt promis ;

3° Obtenir à l'échéance le remboursement des sommes versées.

Ils bénéficient en outre de l'article 440 du Code de Commerce. « La faillite est déclarée par jugement du Tribunal de Commerce rendu, soit sur la déclaration du failli, soit à la requête d'un ou de plusieurs créanciers, soit d'office. Le jugement sera exécutoire provisoirement ».

Les articles 2092 et 2093 du Code civil s'appliquent aux obligataires « Quiconque s'est obligé personnellement est tenu de remplir son engagement sur tous ses biens mobiliers et immobiliers présents et à venir. Les biens du débiteur sont le gage commun de ses créanciers et le prix s'en distribue entre eux par contribution, à moins qu'il n'y ait entre les créanciers des causes légitimes de préférence ».

En résumé les obligataires sont traités comme des créanciers chirographaires quelconques. Cette assimilation est-elle bien justifiée ? A cet égard, on peut relever d'intéressantes observations dans le rapport de M. Charles Leboucq. « Ce créancier de nature particulière qu'est l'obligataire ne peut traiter avec la société que sur un pied égal à celui de ses co-obligataires avec cette différence que le premier n'intéresse que deux individualités ; tan-

dis que le second intéresse une individualité, la société et le public — le public parce que l'obligation est négociable et qu'à tout instant son titre peut changer de mains. Dès qu'un contrat intéresse le public, il existe quelque chose de plus que des intérêts individuels.

Au nom de l'intérêt collectif, les mêmes raisons qui ont amené le législateur à apporter sa protection tutélaire sur les sociétés anonymes et à régler les émissions d'actions l'ont amené nécessairement à exercer un contrôle sur la situation des obligataires ».

M. René Gain se refuse également à assimiler les obligataires à des créanciers ordinaires. « En apportant leurs fonds à la société sans accepter d'en faire partie en qualité d'associés, les obligataires ont entendu faire un placement et recevoir en même temps qu'un titre toujours négociable et dont ils pourraient toujours se débarrasser facilement, l'assurance que pendant toute la durée de la société ou de l'emprunt ils recevront sous forme d'un coupon d'intérêt, la rémunération de leur capital. Ce qui doit les intéresser ce n'est donc pas le remboursement de leurs créances, mais la vie et la prospérité de la société (René GAIN, loc. cit. p. 12).

Il est intéressant de noter que la loi du 2 Juillet 1919 relative à l'institution d'un règlement transac-

tionnel pour cause générale de guerre entre les commerçants et leurs créanciers, n'établit pas une procédure commune pour les obligataires et les autres créanciers.

La loi institue des règles spéciales pour chacune de ces catégories. « Si le règlement transactionnel est réclamé pour une société ayant émis des obligations nominatives ou au porteur, des parts de fondateurs ou autres titres analogues, le jugement admettant la requête est publié conformément à l'article 442 du Code de Commerce.

Cette publication porte avis aux créanciers intéressés *autres que les obligataires*, de produire leurs titres dans le délai de quarante jours soit au Greffe du Tribunal de Commerce, soit entre les mains de l'administrateur. Dans les conditions prévues à l'article 4, le jugement ordonne que les obligataires *seront convoqués séparément des autres créanciers en assemblée générale* ; suivent des dispositions fort minutieuses qu'il serait trop long de citer ; mais dont voici l'essentiel : L'assemblée générale des obligataires, est convoquée par deux avis insérés à huit jours d'intervalle dans le *Bulletin des Annonces légales Obligatoires* publiées par le « Journal Officiel »...

...Par les soins du Greffier, une liste générale de tous les obligataires qui se seraient fait connaître sera dressée et mise à la disposition des obligatai-

res avec les pièces justificatives, le tout déposé au Greffe cinq jours au moins avant la tenue de l'assemblée générale.

...La majorité requise pour délibérer valablement est des deux tiers des obligations émises et non encore éteintes, déduction faite des amortissements, non attribution ou de toutes autres opérations.

...Le règlement transactionnel ne peut être voté qu'à la majorité représentant plus de la moitié des obligations émises et non éteintes...

... La société n'a pas le droit de voter avec les titres restés en sa possession. Toute infraction à cette dernière disposition rend les administrateurs passibles d'un emprisonnement d'un mois au moins et de six mois au plus et d'une amende variant de 50 à 3.000 francs.

La loi du 2 Juillet 1919 ne tient donc pas les obligataires pour des créanciers quelconques. Créanciers chirographaires ordinaires et obligataires ne sont plus mis sur le même pied comme ils l'avaient été jusque-là dans la législation française. La loi sur le règlement transactionnel née des nécessités et des circonstances pourrait se rattacher aux anciennes idées développées en France pour la première fois semble-t-il par M. THALLER, le regretté professeur à la faculté de Droit de Paris (*Annales de droit Commercial* 1894, tome 11, p. 65)

L'éminent juriste estimait qu'une société existait de plein droit, entre les obligataires d'une même émission « les individus dénommés obligataires n'étant d'après lui que des actionnaires d'une société civile de prêt ». Cette société imaginaire ne devait d'autre part prendre une forme ostensible, avec des assemblées générales et un personnel distinct de celui de la société débitrice que le jour où une crise éclaterait. C'est justement le cas qui est prévu dans la loi du 2 juillet 1919 sur le règlement transactionnel.

De tout ce que nous venons de voir, il résulte que les obligataires ne sont pas des créanciers chirographaires quelconques. La tendance actuelle est de les considérer comme constituant une unité de créance formant un tout impartageable. Ce principe étant admis, on est amené à concevoir un organe nouveau représentant la collectivité des prêteurs. Quel sera cet organe ? A quelle catégorie juridique conviendra-t-il de le rattacher ? La question a été l'objet d'études très nombreuses et l'on peut dire qu'elle est à peu près solutionnée aujourd'hui.

Tout d'abord, on a songé à grouper les obligataires en « Société civile » et il est à noter qu'actuellement, les notaires dans leurs actes et les députés dans les lois (Loi du 2 juillet 1919) font mention de Statuts de « Sociétés Civiles d'obligatari-

res » de telle ou telle société. Cette pratique que rien ne justifie, s'explique par le fait que langage technique adopté au Parlement et dans les offices des notaires ne se modifie que fort lentement. Il est plus facile de rester attaché aux formules reçues, même si elles sont fausses, que de réagir pour essayer de faire usage de termes exacts.

Dès 1901 M. Lévy ALVAREZ observait que l'on n'était pas en face d'une véritable société civile. La Cour de Paris a déclaré valable une société civile ayant pour objet de centraliser la conservation, la protection et la défense des intérêts communs à tous les obligataires (Cour de Paris 1885). Le pourvoi a été rejeté. Cassation 3 décembre 1889. *Journal du Notariat* 1890, p. 36 et *Journal des Sociétés* 1891, p. 306. — Mais en réalité, ce n'est pas une société civile dans le sens de l'article 1832 du Code civil, le but de l'association, n'étant pas ici de réaliser des bénéfices, mais de faire des actes conservatoires ; elle n'a pas la personnalité civile et les difficultés peuvent être insurmontables quand il s'agira de débats judiciaires à cause du brocard de procédure « nul ne plaide par procureur ». D'ailleurs le législateur n'a-t-il pas reconnu et proclamé l'impossibilité d'aboutir à une solution par les voies du droit commun quand il a dû donner à tous les obligataires de Panama, par loi spéciale du 1^{er} juillet 1893, un représentant

légal nommé par la justice ? (LÉVY ALVAREZ (*Bulletin de la Société de Législation comparée*, n° 4-5, avril-mai 1901, p. 296).

A la même date M. WAHL examinant les procédés que la pratique employait en vue de la représentation des obligataires, écrivait : « Les Sociétés ne paraissent pas opter, par un choix raisonné, entre la désignation de mandataires et la constitution d'une société civile ; il semble qu'elles se laissent à cet égard guider par leur caprice. On doit se demander cependant si l'un des deux systèmes n'est pas préférable à l'autre au point de vue de la validité, ils doivent être mis sur le même rang. A la vérité, *la prétendue société civile n'est autre chose qu'une association sans but lucratif* puisque ce dernier caractère appartient suivant l'expression commune, à toute collectivité organisée non pour augmenter le patrimoine des associés, mais pour l'empêcher de diminuer ; la Cour de Cassation, en refusant aux Sociétés d'obligataires la personnalité morale qu'elle reconnaît aux sociétés civiles, leur attribue implicitement ce caractère d'association sans but lucratif ; mais les associations sans but lucratif ne sont pas illicites d'une manière générale ; elles ne le sont que si leur but est de se réunir tous les jours ou à certains jours marqués (Code Pénal, art. 291) ; or les Sociétés hypothécaires d'obligataires ne se réunissent pas ou ne se réunissent que dans

des circonstances accidentelles., aussi la validité des sociétés d'obligataires est-elle reconnue par la jurisprudence (Wahl, loc. cit. p. 308). Ces ingénieuses déductions sont devenues sans objet depuis la loi du 1^{er} juillet 1901. Comme l'a écrit M. BERTHELEMY « désormais les associations de personnes peuvent se former librement, pourvu qu'elles n'aient pas un objet contraire aux lois ou aux bonnes mœurs. Elles peuvent être de trois sortes : associations clandestines, associations déclarées, associations reconnues comme établissement d'utilité publique (v. BERTHELEMY, *Traité élémentaire du Droit administratif*, 1913, 7^e éd., p. 296).

La forme adéquate des groupements d'obligataires, c'est donc l'association. Ce n'est plus contesté aujourd'hui et les termes dont se servent les notaires et les députés ne sont plus qu'une survivance.

M. le Député LEBOUcq, rapporteur du projet de loi R. PÉRET, J. SIEGFRIED... etc. s'exprime à ce sujet de la manière suivante : « Il est certain que les obligataires ne songent pas à partager des bénéfices ; mais à éviter une perte. Leur union n'a pas pour but d'acquérir quelque chose, mais d'éviter à leur actif de s'amoinrir. Dans certains cas, il peut intervenir entre la société et ses obligataires certaines conventions dont le résultat sera de procurer un bénéfice à ces derniers, par exemple, pour les amener à échanger leurs titres contre des parts

de fondateur. Mais du coup, ces titres perdent leur caractère d'obligations pour emprunter une autre forme juridique. C'est donc en réalité, en présence d'une association régie par la loi de 1901 que les obligataires sont appelés à se trouver (LEBOUEQ, Rapport p. 2).

Pour M. le député LAFARGE il n'y a pas lieu de s'arrêter à cette question. *Le Groupement des obligataires* devra, conformément aux termes du projet, rentrer dans le cadre de l'association et non de la société civile. La question a été trop souvent exposée pour qu'il soit utile d'y revenir ». René LAFARGE, Projet loi, p. 5).

La loi du 1^{er} Juillet 1901 prévoit trois variétés d'associations, il sera nécessaire d'opter. On devra écarter les associations clandestines ; sans doute comme l'écrit M. BERTHELEMY (loc. cit.) « elles ne sont pas interdites pourvu qu'elles aient un objet licite... Mais elles n'ont pas la personnalité morale ; elles ne peuvent pas ester en justice. Les cotisations de leurs membres et les recettes diverses qu'elles peuvent faire ne constituent pas un fonds collectif ; mais un fonds indivis affecté à un objet déterminé ».

En conséquence, elles ne sont pas assez armées pour rendre les services qu'on attend des groupements d'obligataires. Il ne faut pas davantage songer aux associations reconnues d'utilité publique,

car la reconnaissance est un acte administratif discrétionnaire ; elle résulte d'un décret rendu en la forme des règlements d'administration publique. Cette reconnaissance ne s'accorde pas aisément, elle exige des formalités, beaucoup de temps et n'est pas utile pour le but poursuivi.

On s'en tiendra donc à la catégorie des associations déclarées, système déjà préconisé par M. le député R. LAFARGE. « Nous pensons, en outre, que cette association, devant avoir la personnalité morale pour bien répondre au but qu'elle doit atteindre, il devrait être précisé que cette association sera « déclarée » dans les conditions prévues par la loi de 1901. La formalité de la déclaration qui n'est pas remplie dans la pratique en matière d'associations d'obligataires est simple et peu coûteuse. En y procédant, on rendra indiscutable la capacité de l'association et notamment le droit pour elle d'ester en justice (R. LAFARGE, loc. cit., page 5).

La capacité juridique des associations déclarées est la suivante :

- 1° Elles peuvent ester en justice.
- 2° Elles peuvent acquérir à titre onéreux et conserver les immeubles strictement nécessaires à leur fonctionnement.
- 3° Elles ne peuvent acquérir à titre gratuit que

les cotisations de leurs membres et les subventions administratives.

Ces pouvoirs sont suffisants pour que les groupements d'obligataires puissent remplir leur but : c'est donc sous la forme d'associations déclarées qu'ils devraient désormais s'organiser.

De tout ce qui précède, on peut conclure que l'expression courante « Société Civile d'obligataires » est inexacte juridiquement, dans l'avenir, il faudra lui substituer celle d'association déclarée.

Dans quelles limites les législations étrangères se sont-elles inspirées de ces vues ? Tel sera l'objet des pages qui vont suivre.

CHAPITRE II

Statut jurisprudentiel et légal des Obligataires en droit comparé

Nous n'avons pas la prétention de passer en revue toutes les législations étrangères ; nous nous bornerons à indiquer la situation des porteurs d'obligations dans les pays suivants : Etats-Unis, Angleterre, République Argentine, Belgique, Brésil et Allemagne.

ETATS-UNIS.

On sait que ce pays est plutôt sous le régime des coutumes que sous celui des lois. Les obligataires y sont protégés par une institution qui a son origine en Angleterre : les Trustees. L'origine étymologique du mot est danoise : trost, troster qui signifie

confiance, foi. Ces trustees ont une grande importance dans le droit anglais : ils n'ont pas d'équivalent dans notre législation.

« Des auteurs se plaisent à voir une parenté juridique entre le trust et le fidéicommissus romain, mais si nous en avons ainsi une idée, il ne faudrait pas la restreindre dans une acception aussi étroite que prend cette expression en droit français. Le trust est une obligation sanctionnée par les cours d'équité par lesquelles on confie un bien aux soins et à la bonne foi d'une personne au profit et pour l'usage d'une autre... (*Etude sur les trusts et les Trustees* par W. A. PRESTON, 1904).

A côté des trustees — depuis une centaine d'années, des trusts compagnies se sont créées aux Etats-Unis ; elles jouent le même rôle mais d'une façon bien meilleure — si bien qu'elles tendent à les supplanter. Pour comprendre les causes du succès de ces compagnies, il n'y a qu'à considérer les avantages assurés par le remplacement du trustee particulier par une association fiduciaire. Une énorme garantie est offerte par les capitaux et les ressources diverses des Trust compagnies dont la fortune est immense comparée à celle d'un particulier. D'autre part ces institutions sont sous le contrôle légal de l'Inspecteur des finances et la loi détermine des placements sûrs pour les fonds qui lui sont confiés. Enfin la fixité est une des raisons

du succès des Trust compagnies « Elle n'est jamais malade, elle ne meurt pas, elle ne prend pas de vacances, enfin elle ne s'en va pas avec la caisse comme cela arrive quelquefois à des notaires. Continuellement présente à son siège social, elle est toujours prête à s'occuper des affaires (PRESTON, loc. cit. p. 112).

Dans le système américain, les obligataires sont donc représentés et défendus soit par des trustees, soit par des trust compagnies. A cet effet, ces institutions ont de nombreuses attributions : Elles veillent d'abord à ce que le contrat de souscription soit fidèlement exécuté, car aux Etats-Unis l'amortissement ne se fait pas comme en France.

Les obligations sont toutes remboursées à la fois et non pas par fractions d'après le tirage au sort. La société doit mettre chaque année de côté les sommes nécessaires à ce but : les trustees et les Trust compagnies s'assurent de cette mise en réserve.

Si les obligations sont garanties par des hypothèques, il appartient aux Trustees de remplir les formalités de constitution et de radiation. Si un gage est consenti, il est déposé dans les caisses du Trust compagnies, on a alors les *Collateral Trust*. Ce sont des obligations qui à part la garantie de la société qui les émet, sont gagées en outre par un dépôt d'actions ou d'obligations. Ces derniers titres sont

généralement ceux d'une société autre que celle qui emprunte. En voici quelques exemples.

A) *Louisville and Nashville 4 0/0 or :*

Emprunt de \$ 30.000.000 dont \$ 23.000.000 en circulation. Il est garanti par un dépôt en fidéicommis de :

\$ 18.200.000 obligations 4 0/0 Louisville and Nashville unified 1940.

\$ 4.619.000 obligations 4 0/0 Louisville and Nashville and Men Plies Division.

\$ 2.500.000 Louisville and Nashville.

\$ 4.045.000 5 0/0 South and North Alabama.

\$ 500.000 6 0/0 Pemacola and Atlantic.

Au total :

\$ 29.864.000 obligations diverses dont la valeur est supérieure au montant émis.

Un montant proportionnel du gage peut être remis à tout moment à la compagnie par le fidéicommissaire contre livraison d'obligations de l'emprunt mentionné ci-dessus et par tranches d'au moins un million.

b) *Obligations New-York Central and Hudson River 3 1/2 0/0 or :*

Emprunt de \$ 100.000.000 dont \$ 90.578.400 actuellement en circulation cet emprunt est garanti par un dépôt en fidéicommiss de \$ 45.289.000.

On a donc émis des obligations de \$ 200 ayant une garantie de \$ 100 déposés.

c) *Obligations Illinois Central 4 0/0 or :*

Emprunt de \$ 25.000.000. Il est garanti par le dépôt en fidéicommiss de :

\$ 16.832.000 obligations Louisville West Balears and Texas (1° Hypothèque).

\$ 19.000.000 environ d'obligations de la Cie ci-dessus garanties par ses revenus et par des concessions de terrain.

\$ 35.832.000.

La garantie offerte en gage est donc supérieure à l'émission d'obligations.

Nous nous sommes un peu étendu sur ce procédé de protection des obligataires parce qu'il est pratiqué uniquement dans les pays Anglo-Saxons.

Les Trust jouent dans ce cas un rôle analogue à celui de nos magasins généraux. Elles sont en possession de titres affectés à un emprunt hypothécaire et ne peuvent se dessaisir qu'après remboursement des créanciers.

Les attributions des Trustees varient avec les espèces d'obligations. Elles grandissent en partant des « bonds » pour aller aux « collateral trust ».

Les « bonds » sont des obligations pures et simples sans garantie particulière qu'il ne faut pas confondre avec « les notes » ou dettes à court terme. Les trustees n'ont aucun rôle en ce qui concerne « les notes », au contraire, ils ont la charge des intérêts communs des porteurs de « bonds ». A côté de ces deux sortes de titres, les Etats-Unis connaissent les obligations avec « first mortgage » (première hypothèque) « Prior lien » (hypothèque ayant la priorité sur toutes les autres).

Dans tous les cas, le devoir des trustees et des Trust compagnies est d'accomplir toutes les formalités relatives à la constitution, à la conservation et à la radiation de ces hypothèques. Leur responsabilité est à peu près la même que celle d'un notaire français qui s'entremet pour la constitution dans son étude d'un prêt hypothécaire.

Le rôle des trustees et des trust compagnies grandit encore dans les émissions d'obligations dites « refunding mortgage » et consolidated mortga-

ge ». Les premières sont des obligations destinées à rembourser des emprunts antérieurs au fur et à mesure de leur échéance, les garanties de ces derniers emprunts étant transférés au nouveau. On dit qu'il y a « first refunding » ou « second refunding » selon que la garantie dont héritent ces obligations est une première ou une seconde hypothèque. Les « consolidated mortgage » sont des obligations émises pour unifier ou consolider la dette d'une compagnie. L'emprunt peut s'appeler first, second ou enfin général consolidated.

Toutes ces combinaisons nécessitent des procédures complexes et délicates : Le rôle des trustees est de les mener à bien :

Si grands que soient les pouvoirs des trustees, ils ne sont pourtant pas illimités, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent pas sauf conventions contraires consentir au nom des obligataires, une réduction du capital ou de l'intérêt des obligations, ni non plus transformer les obligations en actions...

Il est intéressant de noter qu'aux Etats-Unis il existe des « Convertible bonds ». Ce sont des obligations qui, à une date fixée d'avance, peuvent être échangées contre des actions et cela dans un rapport déterminé au moment de la souscription. En voici quelques exemples :

1°) *Obligations Pennsylvania Railwad 3 1/2 0/0 or :*

Emprunt de \$ 50.000.000 dont il reste actuellement \$ 19.979.500 en circulation, le complément ayant été converti en actions. Les porteurs de ces titres ont en effet le droit d'échanger leurs obligations contre des actions de la compagnie à raison de 100 nominal en actions contre 140 nominal d'obligations. De son côté, la compagnie s'est réservée le droit de rembourser ces obligations à 102 1/2 0/0 ; mais les porteurs gardent la faculté d'exiger au mieux du remboursement en espèces, l'échange en actions sur la base sus-indiquée.

1°) *Obligations Pennsylvania Railwad 3 1/2 0/0 or :*

Emprunt de \$ 100.000.000 dont il reste actuellement \$ 99.615.000. Le complément ayant été converti, en actions, les porteurs de ces titres ont le privilège de les échanger contre des actions de la compagnie, sur la base de \$ 100 nominal obligations.

En résumé aux Etats-Unis, la protection des obligataires et leur représentation près de la société débitrice sont assurés par une constitution originale : Les trustees et les Trust compagnies. Les devoirs et les pouvoirs de ces institutions varient avec le genre d'obligations émises. Il ne semble pas

possible de faire une discrimination théorique entre les actions qui restent propres aux obligataires et celles qui sont déléguées aux trustees : ce sont des cas d'espèces et de jurisprudence. Il faut noter en effet que, en Angleterre où l'institution est née, les Trustees relèvent des « cours d'équité » et non pas des « cours de commonlaw ». On trouve dans PRESTON (loc. cit. p. 22) quelques détails intéressants sur ce point. « De même que les Romains divisaient les contrats de droit strict et de bonne foi, les Anglais, eux connaissent une juridiction de droit strict « law » et une juridiction de bonne foi (equity). On entend par « equity » un ensemble de règles existant à côté du droit civil proprement dit et qui fondé sur des principes distincts prétend remplacer incidemment le droit civil à cause du caractère religieux de ces principes...

... Il est assez difficile de définir nettement le domaine de ces deux droits : car c'est bien moins en vertu d'un principe rationnel que par suite de circonstances ou d'accidents historiques que le partage s'est opéré.

Aujourd'hui encore, la compétence des Trustees et des trust compagnies n'a pas de limites rigides : c'est une question de circonstances. Toutefois, les tribunaux confient aux Trustees et aux Trust compagnies les intérêts individuels. La ligne de démarcation entre ces deux droits est bien difficile à dé-

finir. Comment la tracer sans s'exposer à de justes critiques ? Le problème se pose chaque fois qu'un individu entre dans un groupement. On discutera toujours sur les droits conservés par l'individu et sur ceux qu'il a abandonnés pour que la société puisse vivre. Par cela même, qu'une personne souscrit une obligation elle entre dans un groupement et dès lors, dans une certaine mesure, ses intérêts personnels doivent être subordonnés à ceux de la collectivité comme l'écrit M. WAHL « Les porteurs de titres d'une même émission sont en quelque sorte dans la situation de créanciers entre lesquels une même créance a été divisée ». (*Bulletin mensuel de la société de législation comparée* avril, mai 1901, p. 303).

Le principe n'est guère contesté, mais quand on cherche les applications pratiques, on se heurte à de graves difficultés. Il n'est pas possible de trouver une solution permettant à priori de dire : dans ce cas, c'est l'intérêt individuel qui doit l'emporter, dans tel autre, c'est l'intérêt collectif.

Aux Etats-Unis l'on se contente de solution de détail. En analysant et en groupant dans un ordre logique la jurisprudence des tribunaux américains sur ces questions, l'on obtiendrait à n'en pas douter une sorte de doctrine sur les compétences respectives des obligataires et des trustees.

ANGLETERRE.

Deux moments doivent être distingués en ce qui touche la protection des obligataires dans ce pays : avant 1908 (*compagnies consolidated act.*) et depuis.

1°) *Avant 1908.* — La situation des obligataires n'était pas réglée par la loi, mais la pratique avait imaginé des procédés de représentation et de protection.

Il s'était notamment formé des associations d'obligataires d'abord d'une manière irrégulière et par la suite d'une manière générale. Voici comment l'on procédait et même comment l'on procède encore :

Au moment de la souscription, les porteurs d'obligations sont groupés par une clause dite « clause de majorité » en un syndicat ou « débenture stock ». De cette façon, l'emprunt constitue une masse présentant aussi un grand intérêt pratique. Les obligataires se réunissent comme dans une société ordinaire. Le syndicat a des statuts fixant les assemblées générales, les pouvoirs stricts et limitatifs de ces assemblées et la majorité requise pour pouvoir prendre une décision. Depuis 1908 ces associations sont facultatives ; mais elles ont pris un grand développement. Elles sont gérées par « des Trustees ». Ces derniers sont char-

gés de toute la procédure nécessaire à la sauvegarde des droits de la masse des obligataires. Leur responsabilité est rigoureusement sanctionnée.

Celui qui accepte le rôle de trustee endosse une lourde charge et a de sérieuses obligations à remplir. Il est responsable de son inactivité et de sa négligence... Il devra obéir en tous points aux conditions stipulées et suivre les indications exprimées pour atteindre le but indiqué... Il doit avoir pour la gérance la diligence moyenne d'un bon administrateur.

... Le fait que le trustee aurait agi sur l'avis de son avocat ne l'excusera pas nécessairement lorsqu'il y a eu infraction au trust. D'un autre côté, s'il est rémunéré pour sa peine, sa responsabilité ne se trouve pas augmentée et ceci se comprend facilement puisqu'on demande de lui le soin maximum. Le devoir de trustee en effet, ne consiste pas seulement à avoir la diligence d'un homme d'affaires prudent pour ses propres intérêts ; mais encore celle d'un semblable individu qui aurait une obligation morale de pourvoir aux besoins d'autres personnes. (PRESTON, loc. cit. p. 69 et 73).

Notons que les statuts de ces associations d'obligataires sont reproduits sur les titres mêmes et insérés dans un acte authentique « le trust deed ».

La pratique anglaise s'efforce, semble-t-il, de tenir compte de considérations de deux sortes :

d'une part elle s'inspire de l'idée que l'émission d'obligations entraîne une communauté d'intérêt comparable à celle qui existe entre les actionnaires, d'autre part elle s'attache à sauvegarder les droits individuels des obligataires, ne permettant de les transformer en droits sociaux que de leur consentement exprès. La jurisprudence anglaise fait sienne le point de vue qui est à la base de l'article 1134 du Code Civil français.

« Les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites. Elles ne peuvent être révoquées que de leur consentement mutuel ou pour les causes que la loi autorise. Elles doivent être exécutées de bonne foi »; Dans le système anglais il n'y a pas de surprise, puisque n'importe quel souscripteur est averti par avance que ses droits propres sont dans une certaine mesure strictement délimités et subordonnés à ceux de la majorité. A cet égard l'obligataire se trouve placé dans une situation assez analogue à celle de l'actionnaire.

2°) *Depuis 1908.* — Le « Compagnies Consolidated Act » de 1908 décide que à tout moment les obligataires peuvent exiger les mêmes communications que les actionnaires en ce qui touche les bilans annuels et les rapports du Conseil d'Administration et des commissaires. Rien n'a été modifié quant à l'organisation de la représentation

des obligataires au cas où les associations que nous venons de décrire n'existant pas, la société débitrice ferait de mauvaises affaires.

Dans cette hypothèse, si la société venait à se dissoudre un seul porteur d'obligations suffit pour déférer la société devant une cour de Justice. Son initiative profite de plein droit aux autres obligataires. D'autre part si la société est mise en liquidation judiciaire, les obligataires peuvent demander à la cour la désignation d'un liquidateur.

La législation anglaise ne protège donc les obligataires que lorsque la société débitrice se trouve dans une situation critique. Ils sont alors sous la sauvegarde des tribunaux. Ce système ne paraît pas très heureux. Ses défauts et ses insuffisances sont atténuées parce qu'en fait, dans presque toutes les sociétés qui émettent des obligations, il se constitue une « Debenture Stock » dès la souscription.

On peut se demander à quelle raison obéit la législation anglaise pour n'intervenir que s'il y a crise. Dans une discussion à la société de législation comparée, M. THALLER s'exprimait ainsi : « Peut-être que la désignation de mandataires permanents aussitôt que les fonds ont été versés à la caisse sociale présenterait une réelle valeur... Il est fâcheux de voir les abus que cette représentation

permanente engendrera si l'on ne prend pas la précaution de limiter énergiquement les élections de mandataire, leur intervention dans les affaires de la société et la tenue d'assemblées d'obligataires en face des assemblées d'actionnaires... Ce qu'il y aurait de vraiment maladroit ce serait de multiplier ces réunions d'obligataires, de les convoquer tous les ans tandis que la situation de l'entreprise ne motive aucune délibération sérieuse de leur part, d'entraîner dans des frais pour organiser et maintenir de simples sinécures, de leur susciter la pensée d'une intrusion dans les affaires de la société, alors que cette intrusion *au moins en temps normal* serait des plus dangereuses en paralysant l'action des pouvoirs sociaux eux-mêmes...

...Est-il admissible que les obligataires en entendant des hommes de commerce ou de finance discuter un gros marché à entreprendre avec tous ses aléas puissent placer la question à son point véritable et conserver leur sang froid ? Ils croiront immédiatement leur argent perdu et pousseront un cri d'alarme. Le crédit social va se trouver à leur discrétion, rien ne s'oppose à ce que cette représentation des obligataires reste provisoirement dans les limbes et qu'on attende, pour en convoquer la formation que la situation soit devenue critique ou que la société éprouve le besoin d'entrer en conférence avec les porteurs afin d'obtenir

d'eux des concessions (*Bulletin mensuel législation comparée* Avril-Mai 1901, p. 324).

C'est exactement le système adopté par l'Angleterre. En temps normal, il dépend de la libre volonté de la société débitrice et des prêteurs de créer une représentation de ces derniers. On a laissé à leur appréciation le soin de décider si les avantages dépassaient les inconvénients de l'institution. Toutefois « Le Compagnies Consolidated, Act 6 de 1908 décide qu'à tout moment, les obligataires peuvent exiger les mêmes communications que les actionnaires quant à ce qui touche les bilans annuels et les rapports du Conseil d'Administration et des commissaires.

La France est actuellement soumise au même régime depuis la loi du 2 Juillet 1919. Dans cette loi spécialement consacrée aux sociétés, le législateur sans aller jusqu'à constituer des associations d'obligataires a prescrit dans des conditions, que nous avons sommairement indiquées des convocations d'assemblées générales d'obligataires dans lesquelles la majorité impose la loi à la minorité. En France, comme en Angleterre le législateur n'intervient que dans l'hypothèse d'une crise.

On a élevé de sérieuses critiques contre ce système. En 1901, M. DECUGIS, avocat à la Cour d'appel de Paris, répliquant à M. THALLER, écrivait : « M. THALLER trouve la représentation des obligataires

inutile et encombrante tant que la société est prospère et fonctionne régulièrement. Il propose donc de ne la former qu'en temps de crise, lorsque la société désire négocier avec les obligataires, pour en obtenir les concessions. Cependant si l'on veut obtenir des résultats utiles, il est nécessaire d'organiser cette représentation au moment de l'émission quitte à ne la faire fonctionner qu'à l'approche d'une crise. Il ne faut pas oublier en effet que si l'on procède autrement, les concessions dont il s'agit (prorogation des délais de remboursement des obligations, suspension ou réduction des intérêts, etc.) exigeront le consentement de l'unanimité des obligataires à peu près impossible à obtenir en pratique.

La société sera acculée à une liquidation judiciaire (et même pourrait-on ajouter aujourd'hui au règlement transactionnel).

- Pour éviter cela, il faut indiquer dans le prospectus d'émission que les obligataires pourront être convoqués en assemblée générale dans certains cas déterminés. En procédant ainsi, la représentation des obligataires et la question de leurs intérêts communs se trouvent organisés d'avance. Ils ne sont convoqués en assemblée générale que le jour où cela est nécessaire et les décisions, de la majorité, s'imposent à tous même aux absents et aux dissidents, ce qui était le but à atteindre ».

Bref, M. DECUGIS propose d'adopter les règles que la pratique a imaginées en Angleterre mais avec cette différence qu'elles s'imposeraient alors que chez nos voisins, elles ne sont que facultatives, du moins tant que la société débitrice est prospère.

Deux systèmes s'opposent donc : le système anglais passé dans notre loi du 2 juillet 1919 dans lequel, le législateur n'intervient dans les relations des sociétés et de leurs obligataires qu'en cas de liquidation ou de règlement transactionnel et le système que beaucoup de juristes et d'hommes d'affaires voudraient voir triompher dans lequel les obligataires constitués en groupement « *ab initio* » veraient par avance, leurs droits nettement déterminés ainsi que les restrictions qu'ils seraient susceptibles de subir dans des hypothèses déterminées. Pour toutes les raisons indiquées ci-dessus nos préférences vont à cette dernière conception. Sans doute les associations d'obligataires permanentes ne sont pas sans danger, c'est au législateur de maintenir une démarcation bien nette entre les droit des actionnaires et ceux des obligataires.

En Angleterre, comme en France, d'ailleurs la pratique a devancé la loi, elle est allée bien plus loin. Cela est désirable car dans le domaine des affaires le rôle du législateur doit plutôt consister à recueillir et à codifier les usages ayant démontré leur utilité. Il est bon qu'il s'inspire de la pratique

courante ; mais il ne faut pas qu'il le fasse d'une façon trop lente, ce qui est le cas dans la matière qui nous occupe.

RÉPUBLIQUE ARGENTINE.

La situation des obligataires est réglée par le code de commerce (articles 365 à 368) et surtout par la loi du 23 février 1892. Voici d'abord les dispositions du code.

« Les sociétés anonymes peuvent émettre des bons ou des obligations nominatives ou au porteur, jusqu'à concurrence du montant du capital réalisé et existant conformément au dernier bilan approuvé ». Cette règle se retrouve dans plusieurs législations, en particulier dans le Code portugais, art. 196. « Les sociétés anonymes peuvent émettre des obligations nominatives ou au porteur jusqu'à concurrence du capital déjà réalisé et existant d'après le dernier bilan approuvé ».

Ces dispositions sont basées sur l'idée que « les actions sont le gage des obligations » et que dès lors, le chiffre de l'emprunt ne devait pas être illimité.

En France la commission extraparlamentaire de 1902 n'a pas cru interdire l'émission des obligations avant la libération intégrale des actions, ni

établir une proportion obligatoire entre ces deux catégories des titres. Le législateur voyait dans ces solutions une mesure de protection inefficace pour les obligataires et une gêne pour la prospérité de la société débitrice. Il est intéressant de noter que le crédit Foncier de France a dans ses statuts des clauses qui se rapprochent des articles 365 du code argentin et 196 du Code Portugais. A la réunion extraordinaire des actionnaires de cette société, le Gouverneur Pierre LAROZE s'est exprimé ainsi : « Nous vous avons convoqués en Assemblée Générale extraordinaire pour délibérer sur un certain nombre de modifications qu'il nous paraît indispensable d'apporter à nos statuts.

La loi du 4 octobre 1919 a porté de 20 à 25 la proportion qui doit exister entre nos obligations en circulation et le montant de notre capital social. Nos emprunts 5 1/2 0/0 1920 et 6 1/2 0/0 1921 sont venus depuis épuiser à peu près complètement notre pouvoir d'émission ; il est donc nécessaire de l'augmenter encore si nous voulons poursuivre notre œuvre et fournir aux particuliers, aux départements et aux communes l'argent qu'ils nous demandent. Bien que notre dernière augmentation de capital se soit accomplie dans des conditions satisfaisantes, l'expérience démontre que les opérations de cette nature demeurent de plus en plus difficiles.

Nous vous proposons donc de supprimer à l'article quatre de nos statuts toute proportion entre notre capital social et nos obligations en circulation et de demander aux pouvoirs publics de faire disparaître la limitation qui nous est imposée par l'article 8 de la loi du 6 juillet 1906, modifiée par l'article 50 de la loi du 4 octobre 1919, de manière que, sur ce point, nous soit accordée la liberté que la loi de 1867 donne à toutes les sociétés par actions et que la loi du 10 octobre 1919 a laissée au Crédit national. »

Bien plus explicite encore fut M. André Lebon, dans des observations présentées au nom des censeurs. « Si satisfaisante que soit la position présente du Crédit Foncier, si rassurante qu'apparaisse la liquidation des prêts actuellement en cours nous n'en devons pas moins constater que le développement ultérieur de l'Etablissement deviendra impossible à moins que vous ne sollicitiez et obteniez des pouvoirs publics la prompte modification de certaines des règles législatives et statutaires qui nous régissent. Nul n'ignore parmi nous que notre faculté d'émettre des obligations d'abord limitée à vingt fois le montant du capital social a été élargie à vingt cinq fois par la loi du 4 octobre 1919. Or, après nous être portés par notre dernier effort au capital déjà énorme de 300 millions, notre pouvoir d'émission, s'est trouvé presque complètement

épuisé par l'emprunt de février dernier : c'est à peine s'il nous reste une marge de 260 millions tout à fait insuffisante pour pourvoir aux besoins tant publics que privés qui s'annoncent de toutes parts et pour autoriser ces larges et coûteux appels au Crédit que commandent les circonstances ». Voici donc un établissement financier de tout premier ordre qui par suite du rapport qui lui est imposé entre le capital actions et le capital obligations, risque d'être obligé de suspendre ses opérations à un moment où leur utilité se fait le plus sentir, cela sans que la sécurité soit sérieusement accrue. Le législateur s'est rendu compte que la fixation d'une proportion entre le capital obligations et le capital actions constituait une mesure de protection inefficace et gênante, car cette règle n'a pas été imposée au Crédit National. Cet établissement de création toute récente est assez semblable au Crédit Foncier de France. Il a la liberté entière d'emprunter avec l'autorisation et le contrôle du Ministre des Finances mais il n'existe aucune proportion légale entre le montant des émissions et celui du capital social.

A part le manque de souplesse provenant du rapport entre le capital actions et le capital obligations, on peut encore faire de nombreuses objections à ce système. Au lendemain de la terrible guerre qui a bouleversé la situation économique

mondiale, l'actif social de nombreuses affaires a été profondément modifié. Dans certains cas, nous observons une plus value considérable tenant à la hausse des terrains, des immeubles, d'autres fois nous assistons à un phénomène inverse, par suite d'une baisse plus ou moins sensible causée par la mévente des stocks ou par l'effondrement des cours des matières premières. Dans de pareilles conditions, il paraît bien difficile si non impossible de fixer une limite exacte à la somme globale qu'une société peut émettre. Ce n'est donc pas en supposant le capital/actions gagé par le capital obligations qu'il faut chercher le « *modus vivendi* » à établir entre les actionnaires et les obligataires. Des sociétés suspectes ne seraient pas sérieusement contenues par des restrictions de ce genre et des sociétés sérieuses pourraient être fort gênées, comme c'est le cas aujourd'hui du Crédit Foncier de France. A part la réglementation très sévère des obligations, le code argentin stipule en outre que, s'il y a lieu pour l'émission des obligations de recourir à une souscription publique, on indiquera dans les prospectus toutes les circonstances concernant l'état de la société, l'objet et les conditions de l'émission qui sont nécessaires pour renseigner exactement les souscripteurs (art. 567) et enfin que « les sociétés qui émettent des obligations conformément aux articles précédents de-

vront publier chaque mois un bilan de leur actif et de leur passif » (art. 268). Cette prescription est intéressante car elle permet de suivre au jour le jour la marche des affaires de la société débitrice.

Les règles générales du code de commerce argentin se sont vite révélées insuffisantes, d'où la loi du 23 février 1912. En voici les dispositions essentielles, nous les empruntons à M. R. GAIN.

Les sociétés qui veulent émettre des obligations doivent au préalable passer obligatoirement un contrat avec les futurs représentants des souscripteurs. Ces derniers se trouvent ainsi obligatoirement groupés et représentés. Les représentants s'appellent des fidéicommissaires. Dans le contrat sont stipulés les conditions de la souscription et notamment les garanties hypothécaires ou autres, qui peuvent être attachées aux obligations émises. Ce contrat doit être passé par écriture authentique et inscrit sur le registre spécial du commerce. Il est reproduit sommairement sur les prospectus d'émission et sur les titres eux-mêmes. Du seul fait de la souscription, l'obligataire ratifie le contrat en question et en accepte les clauses et conditions. Afin d'assurer l'indépendance des fidéicommissaires, la loi décide que ces fonctions ne peuvent être accordées aux personnes, qui à un titre quelconque, participent aux pertes ou aux bénéfices de la société débitrice. Les fidéicommissaires sont les

mandataires de l'ensemble des obligataires qu'ils représentent légalement. Ils peuvent notamment, s'il existe des suretés spéciales aux obligations et qu'un retard se produise dans le paiement des coupons d'intérêts et des amortissements, demander la suspension des administrateurs de la Société. Ils ont alors le droit d'être nommés à leur place par le Tribunal qui prononce cette suspension. Ils peuvent même dans certains cas et à certaines conditions aliéner les biens sociaux et décider la liquidation de la société. Cette loi, où la protection des obligataires est si minutieuse prête à certaines observations. Avant tout, on doit observer qu'elle a un caractère rétroactif. Elle s'applique dans la mesure du possible aux sociétés constituées avant sa promulgation. En effet, dans ce cas, le contrat d'émission ne peut pas être passé avec les fidéicommissaires, puisque ceux-ci ne sont nommés qu'après coup. Toutefois ce qui dans la loi est matériellement applicable aux sociétés existantes leur est appliqué.

En résumé la loi argentine est rétroactive et le contrat de souscription est passé par la société emprunteuse avec des fidéicommissaires choisis par elle-même qui représentent les obligataires. On a pris des précautions pour que ces fidéicommissaires gardent une certaine indépendance et ne soient pas tentés de négliger leurs missions pour leurs

intérêts. Il y a là une situation troublante, car les attributions de ces fidéicommissaires étant très développées la collusion est beaucoup trop facile. En étudiant la pratique actuelle des émissions d'obligations en France nous verrons que dans tous les cas, les représentants des obligations sont choisis par la société débitrice. M. René LAFARGE apercevant les dangers que cela présente, combat ce mode de nomination. Nous sommes de l'avis de ce Député, et nous estimons que c'est aux obligataires de choisir leurs représentants et non aux actionnaires de leur imposer. Il y a dans une telle pratique une tutelle non seulement gênante, mais qui ne présente pas les garanties nécessaires pour la défense des droits d'une des parties.

La France est un des rares pays qui n'ait pas encore organisé le droit de regard des obligataires par l'intermédiaire de délégués. On peut expliquer ce silence du fait que l'obligataire est un prêteur et qu'à ce titre, il n'a pas à intervenir dans la gestion de la société.

BELGIQUE.

Il y a eu dans ce pays une grande évolution législative à propos de la protection des obligataires :

loi du 18 mai 1873 modifiée par celle du 22 mai 1886, loi du 25 mai 1913 modifiée par celle du 30 octobre 1919.

La loi du 18 mai 1873 s'occupe des obligataires dans les articles 68, 69 et 70. Le premier indique les conditions dans lesquelles s'ouvrent les émissions d'obligations à prime de remboursement. Ces obligations ne peuvent être lancées dans le public qu'après la constitution de la société. Leur montant ne peut être supérieur au capital social versé. Elles doivent rapporter 3 0/0 au moins d'intérêt ; enfin, le procédé obligatoire pour le service des intérêts et de l'amortissement est la fixation d'une annuité invariable pendant la durée de l'emprunt.

De nombreux auteurs critiquent cet article, l'interdiction d'émettre des obligations pour une somme supérieure au capital social versé pouvant être tournée par d'autres modes d'emprunt. D'autre part l'estimation du capital social est une question délicate, il n'existe aucun moyen pour les obligataires de vérifier les apports de la Société.

L'article 69 est très spécial, il tranche la question de savoir pour quelle valeur les obligations à primes, non remboursées au moment d'une liquidation ou d'une faillite seraient admises dans le passif. L'article 70 est plus intéressant car il décide que les obligataires ont le droit d'assister aux assemblées générales des actionnaires avec commu-

nication des pièces telles que le bilan et le compte de profits et pertes.

Il semble que cette admission des obligataires aux assemblées d'actionnaires n'ait pas donné les résultats qu'en attendait le législateur. Les obligataires n'ont jamais formulé de griefs contre la gestion du Conseil d'administration. Tant que les affaires sont prospères et c'était le cas vers 1883, les obligataires usèrent fort peu de la faculté qui leur était accordée. Au contraire quand la crise surgit, ils accoururent aux assemblées, critiquèrent en général vainement, parce que à cette époque leur groupement n'était pas organisé légalement et aussi parce qu'il était souvent trop tard.

Ce droit de regard a été maintenu cependant par les lois du 25 mai 1913 et 30 octobre 1919 « Les porteurs d'obligations ont le droit de prendre connaissance des pièces déposées en conformité de l'article 76. Ils peuvent toujours assister avec voix consultative aux assemblées générales » (art. 88).

La loi belge indique encore que le seul fait d'émettre des obligations fait naître une association d'obligataires ayant une personnalité morale et des attributions nettement précisées. Non seulement le conseil d'administration et les commissaires peuvent convoquer en assemblée générale; mais les obligataires peuvent la provoquer s'ils repré-

sentent le cinquième du montant des titres en circulation.

L'association des obligataires prend naissance du jour de la clôture de la souscription. Elle existe déjà lors de la première convocation. Les obligataires n'ont pas à délibérer sur sa fondation, leur rôle se borne simplement à créer les organes de son fonctionnement.

La loi belge groupe donc les obligataires d'une façon obligatoire et cela non pas à l'heure du péril, à la veille de la faillite mais *ab initio*. Comme l'écrivait déjà M. LEVY-ALVAREZ en 1901 dans son étude des projets belges « Le groupe des obligataires a son autonomie, son personnel, ses délibérations dès le début » (LEVY-ALVAREZ, loc. cit., p. 229).

Dans l'Assemblée des obligataires la majorité fait triompher sa volonté, toutefois ses pouvoirs ne sont pas illimités ; car la loi belge procède par voie d'énumération. L'assemblée générale des obligataires a le droit :

1° — D'accepter les dispositions ayant pour objet soit d'accorder des sûretés particulières au profit des porteurs d'obligations soit de modifier ou de supprimer les sûretés déjà attribuées ;

2° — De prolonger la durée de l'amortissement, d'intérêts, de consentir à la réduction du taux de

cet intérêt ou d'en modifier les conditions de paiement ;

3° — De prolonger la durée de l'amortissement, de la suspendre et de consentir des modifications aux conditions dans lesquelles il doit avoir lieu.

4° — D'accepter la substitution d'actions aux créances des obligataires.

5° — De décider des actes conservatoires à faire dans l'intérêt commun.

6° — De désigner un ou plusieurs mandataires chargés d'exécuter les décisions prises en vertu des numéros 4 et 5 ci-inclus et de représenter la masse des obligataires dans toutes les procédures relatives à la réduction ou à la radiation des inscriptions hypothécaires (art. 91).

Naturellement les décisions sus-dites ne peuvent être prises que dans certaines conditions de majorité qu'il serait trop long d'énumérer (art. 92-93). Notons seulement que la transformation des obligations en actions n'est possible qu'à condition que :

Le capital social soit entièrement versé et que les décisions de l'assemblée des obligataires soient acceptées dans un délai de trois mois par les actionnaires délibérant dans les formes prescrites pour la modification des statuts.

Dans la loi belge on ne voit guère dans quelle hypothèse la minorité garde des droits sauf dans un

cas très spécial visé par l'article 92 ou elle peut se pourvoir en cour d'appel.

En résumé la minorité est à la merci de la majorité qui peut non seulement modifier ou supprimer les sûretés déjà attribuées des créanciers gagistes ou hypothécaires en créanciers chirographaires ; mais même faire des actionnaires des obligataires.

On s'est généralement élevé contre cette possibilité. « Il est exhorbitant de permettre à la majorité de changer l'essence même des droits de chacun pour les transformer en actions privilégiées (à fortiori ordinaires) jusqu'ici on a toujours refusé aux assemblées générales d'actionnaires le droit de modifier l'objet essentiel de leurs sociétés, il semble qu'à plus forte raison, la même interdiction s'impose quand il s'agit d'une association aussi spéciale qu'un syndicat d'obligataires » LEVY ALVAREZ loc. cit. p. 300).

Par contre en 1901 M. WAHL proposait une solution différente « Les assemblées extraordinaires délibéreront sur toutes les mesures qu'il y aura lieu de prendre dans l'intérêt commun de tous les obligataires associés. Elles ne pourront prendre que des délibérations assurant un traitement identique à tous les obligataires. Elles ne pourront voter ni la prorogation ni la dissolution de l'association car l'association est inhérente à l'émission

même des obligations. Elles pourront modifier les statuts votés par l'assemblée constitutive. Elles pourront voter une transaction avec la société. Elles pourront également comme le demande le congrès des sociétés de 1900 voter la conversion pouvant être de nature à empêcher la faillite de la société et les obligataires réunis devant être au surplus seuls juges de leur intérêt. Elles prendront souverainement en cas de faillite ou de liquidation de la société toutes les mesures fixant toutes les remises que les circonstances leur dicteront (WAHL, loc. cit., 1901).

On voit que le distingué professeur admet en outre, comme pour les actionnaires la création de deux sortes d'assemblées ordinaires et extraordinaires. Ce système n'a guère de partisans aujourd'hui ; mais peut-être conviendrait-il d'exiger des conditions de majorité différentes selon la gravité des mesures à prendre.

En étudiant le projet de protection des obligataires de M. LAFARGE, nous examinerons les garanties exigées pour pouvoir valablement transformer les obligations en actions. Sur cette question l'opinion de ce député se rapproche beaucoup de la législation belge. Nous ne partageons pas cet avis car une telle conversion nous paraît bien difficile à accepter.

BRÉSIL.

La loi brésilienne régleme la protection des obligataires. Ces derniers n'ont pas droit de vote ; mais ils ont un droit absolu de discussion « Ce droit écrit M. René GAIN, est donc plus étendu que celui attaché à la « voix consultative » accordée aux obligataires belges. Les obligataires brésiliens n'ont pas seulement le droit de faire connaître leurs observations quand on la leur demande, quand ils sont consultés. Ils ont le droit de prendre part comme ils l'entendent aux assemblées auxquelles ils assistent ». Il nous semble que M. René GAIN se trompe sur le sens de l'expression « voix consultative » et que les deux législations belge et brésilienne sont moins différentes qu'il ne le croit, « voix consultative » s'oppose simplement à voix délibérative. Rien n'empêche les obligataires belges à présenter des *observations spontanées* au cours des assemblées d'actionnaires. Au Brésil, le représentant des obligataires a le même rôle que les commissaires des comptes. C'est là non seulement une garantie pour la sincérité des comptes ; mais encore un moyen de renseignement. A chaque instant les obligataires sont tenus au courant du fonctionnement de la société.

Ce système paraît mériter une grande attention, nous y reviendrons plus longuement quand nous

examinerons les améliorations souhaitables au régime actuel des obligataires en droit français.

ALLEMAGNE.

La protection des obligataires est réglementée en Allemagne par une loi du 4 décembre 1899. Cette loi est moins minutieuse et moins effective que la loi belge.

La loi Allemande ne s'applique pas à tous les emprunts obligataires émis par les sociétés ; il faut que le montant s'élève à plus de 200.000 marks et comprenne plus de 300 obligations.

En général cette disposition n'a pas paru heureuse. Dans les améliorations désirables à notre législation (WAHL écrivait : « Il ne sera pas nécessaire pour que l'association existe de plein droit que, comme dans certaines législations étrangères le nombre des obligations ou le montant des obligations d'une même série atteigne un certain chiffre. Les frais il est vrai seront d'autant plus élevés pour chaque obligataire que les obligations ou les obligataires atteindront un chiffre moins considérable, mais l'utilité de l'association reste la même, il faut que les intérêts communs soient représentés par des rouages également communs et que ces intérêts ne puissent pas être lésés par l'un

ou l'autre des obligataires. Du reste, en fait, les obligations d'une même série sont toujours en nombre assez élevé pour que les frais afférents à chaque obligation ne dépassent pas un chiffre très faible (WAHL loc. cit. p. 315).

En Allemagne contrairement à la Belgique la désignation des représentants des obligataires n'est que facultative. En 1900 dans une communication sur la loi allemande M. LYON-CAEN disait déjà que « dès l'instant où l'on jugeait des assemblées utiles on aurait dû fixer un délai dans lequel la première assemblée devait être réunie après la clôture de l'émission, sans s'en remettre à la société du soin de la convoquer de son propre mouvement ou sur la demande d'une partie des obligataires. »

Ce caractère facultatif de la création d'une association des obligataires qui est à la base du système allemand se retrouve dans nos projets parlementaires. Nous estimons que c'est là une erreur. Si les avantages dépassent les inconvénients, on ne voit pas pourquoi l'association des obligataires ne prendrait pas naissance dès la clôture de la souscription. A cet égard, le système belge nous paraît bien préférable.

La loi allemande contient toutefois deux articles qui présentent un grand intérêt pratique. Le premier stipule que la société n'a pas le droit de voter avec ses propres obligations, cette prescription

doit être approuvée, elle reparaît comme nous le verrons dans les propositions actuellement pendantes devant le Parlement français.

Le deuxième article est encore plus intéressant, car il limite les pouvoirs de l'assemblée des obligataires. Celle-ci ne peut augmenter les charges des obligataires ni restreindre leurs droits qu'en vue d'éviter la faillite.

On pourrait continuer cette revue du droit étranger ; mais l'on verrait toujours reparaître les mêmes formules.

Dans le chapitre qui va suivre nous examinerons l'influence des législations étrangères sur les projets parlementaires français et sur la pratique courante des sociétés.

Enfin pour conclure, il nous restera à indiquer les réformes qui nous paraissent souhaitables.

CHAPITRE III

Projets parlementaires français organisant la protection des obligataires

Nous n'étudierons pas les travaux anciens des commissions extraparlémentaires de 1875-1883 ainsi que les dispositions de la loi du 1^{er} Juillet 1893 organisant la représentation judiciaire commune des obligataires dans la liquidation de la Compagnie de Panama.

Nous passerons également sous silence divers projets n'ayant pas abouti de 1903, 1906, 1910, 1911.

Néanmoins nous retrouverons les principes essentiels de ces études dans les propositions récemment discutées à la Chambre. Les conséquences du moratorium institué au début de la guerre, obligèrent le Parlement à s'occuper de la protection des droits des obligataires.

(Projet R. Péret, J. Siegfried, etc.).

Cette proposition de loi en date du 27 mars 1917 avait pour objet « de faciliter la création d'associations d'obligataires dans les sociétés par actions ». Les auteurs du projet n'avaient pas en vue la protection des obligataires ; mais uniquement celle des sociétés.

A tout moment dans l'exposé de leur proposition MM. R. PÉRET, J. SIEGFRIED, etc., montrent « les intérêts considérables » que les obligataires trouveraient dans la création des associations, il est curieux de noter que les bénéfices que les sociétés en retireraient sont passés presque sous silence.

En réalité, il s'agissait de protéger les sociétés contre les demandes légitimes des obligataires qui réclameraient leur dû le jour ou le moratorium serait supprimé. « Jusqu'à ce moment, elles seront à l'abri de toute réclamation de la part de leurs obligataires. Mais si, au lendemain de la paix et avant qu'elles aient pu se ressaisir et se constituer des ressources suffisantes, des porteurs d'obligations intransigeants exigent l'exécution immédiate de leurs engagements, n'y a-t-il pas lieu de redouter des déclarations de faillite plus ou moins nombreuses et ce pour le plus grand préjudice des obligataires eux mêmes et même de la fortune publique dont les sociétés par actions sont un des facteurs les plus importants ? (*Projet* R. PÉRET-J. SIEGFRIED loc. cit). M. le Député Ch. LEBOUcq, rapporteur du

projet fait preuve des mêmes préoccupations quand il écrit à ce sujet. « Il est superflu de rappeler dans quelle situation un grand nombre de sociétés se sont trouvées au début des hostilités. Le départ des mobilisés avait suspendu tout paiement, aucune comptabilité régulière ne pouvait plus être organisée, il était urgent sous peine de les acculer à la faillite d'accorder à ces sociétés un délai pour leur service de coupons et l'amortissement de leurs titres. Ce fut en partie l'utilité du décret du 29 août 1914 depuis périodiquement renouvelé. Tant que joueront les moratoires, aucun danger ne menacera ces sociétés ; mais le jour où leur effet cessera et où les porteurs d'obligations seront en droit d'exiger brutalement l'exécution des engagements on peut redouter des catastrophes préjudiciables comme le rappelle M. R. PÉRET, non seulement aux obligataires mais à la fortune publique ». (*Chambre des Députés*, II^e législature, session 1919, N^o 6538).

En examinant les avantages que présentent les associations MM. R. PÉRET-SIEGFRIED, etc... expliquent que si ces groupements n'existent pas au moment de l'expiration du moratorium, les sociétés ne pouvant négocier seront réduites à la faillite, « ce qui serait préjudiciable aux obligataires, car s'il est vrai que ceux-ci sont privilégiés par rapport aux actionnaires sur le produit de l'actif, il ne faut

pas oublier qu'ils viennent à la répartition sur la même ligne et en concurrence avec les autres créanciers et que l'actif fatalement réalisé à vil prix, ne procurerait aux intéressés qu'un dividende très réduit »... Seule la constitution d'une association permettra aux intéressés « de causer » et de rechercher avec une égale bonne volonté de part et d'autre les arrangements qui permettront à la société d'attendre de meilleurs jours. Si la société trouvait un profit sérieux à la réalisation d'une combinaison ou d'une opération financière déterminée ou encore d'une modification statutaire que les circonstances actuelles rendent désirables; mais pour le succès de laquelle, l'assentiment des obligataires serait, dans certains cas, simplement utile et dans tous les cas désirable pour le maintien de l'harmonie entre les diverses personnes intéressées à la bonne marche de l'entreprise. (R. PÉRET-J. SIEGFRIED, etc.).

De tout ce qui précède, il résulte que la société a un avantage considérable à favoriser la naissance des Associations. En temps normal, ces groupements permettront aux actionnaires de toucher de gros dividendes ; mais en période de crise, ils faciliteront les négociations avec les obligataires, qui sous la menace d'une faillite abandonneront peut être une partie de leurs droits. MM. R. PÉRET, J. SIEGFRIED... etc. n'ont pas été s'en s'apercevoir

de cette inégalité de traitement, aussi pour y remédier ou du moins, pour avoir l'air de s'intéresser aux obligataires, écrivent-ils les phrases suivantes : « Le projet présente encore un autre *avantage considérable* » ; mais ces Messieurs se hâtent d'ajouter « le jour prochain, il faut l'espérer ou l'on transformera en loi le projet concernant les porteurs d'obligations qui a été établi par la commission extraparlamentaire de 1903. Ce projet propose, non pas, bien entendu de laisser aux représentants des obligataires une part quelconque dans la gestion des affaires sociales, mais du moins de les sortir de l'ignorance totale ou on les a maintenus à l'égard de la situation de la société à laquelle ils ont prêtés leurs fonds ».

« D'énormes avantages » théoriques ne suffisent pas aux obligataires, de modestes réalisations sont préférables.

La fin de l'exposé des motifs de la proposition de loi est encore instructive, elle nous apprend que l'association jouera de plein droit, même pour les obligataires appartenant à la minorité qui n'accepteraient pas le principe de ces associations.

Toutefois MM. Raoul PÉRET, SIEGFRIED et leurs collègues plaident les circonstances atténuantes car ils ont compris que le principe de la non rétroactivité était partiellement sacrifié. En effet l'article 1134 du Code Civil stipule qu'un contrat ne peut

être valablement modifié que du consentement de tous les intéressés. D'autre part l'article 2 du Code civil va encore contre la théorie de la rétroactivité puisque « la loi ne dispose que pour l'avenir, elle n'a point d'effet rétroactif ». Ces Messieurs estiment que ce soi-disant principe n'est qu'une vague formule, utile en règle générale, mais avec laquelle il doit y avoir des accommodements. Il est de fait, que pas un juriste n'a pu jusqu'ici donner une idée satisfaisante de la non rétroactivité. M. PLANIOL écrit bien que « les raisons qui ont fait établir ce principe sont très simples, il est la sauvegarde nécessaire des intérêts individuels. Il n'y aurait aucune sécurité pour les particuliers si leurs droits, leur fortune, leur condition personnelle, les effets de leurs actes et de leurs contrats pouvaient à chaque instant être remis en question, modifiés, supprimés par un changement de volonté du législateur » mais le savant professeur ajoute immédiatement « la façon dont il convient d'entendre la rétroactivité des lois est un des points les plus mal élucidés du droit civil... On se sert d'ordinaire pour définir la rétroactivité d'une distinction entre les droits acquis et les simples expectatives... Personne n'a jamais pu donner une définition satisfaisante « du droit acquis ». (*Traité Droit civil*, page 12). Nous pourrions citer l'opinion de M. JÉZE qui estime que « le législateur ne peut pas modifier les situa-

tions juridiques individuelles créées par l'acte juridique ». Ces distinctions ne nous paraissent pas susceptibles de résoudre les difficultés signalées avec tant de force par M. PLANIOL, on peut d'ailleurs noter que M. JÈZE lui même après avoir fait une si belle distinction avoue « qu'il n'est pas douteux que la possibilité juridique pour le législateur de supprimer même par voie générale et impersonnelle les situations individuelles est un pouvoir extrêmement grave ». (Principes généraux du droit administratif, p. 109-113).

En fait, le principe de non rétroactivité est toujours salué au passage par les législateurs, mais il n'est plus respecté par eux quand ils estiment que l'intérêt général est en jeu. On pourrait citer de nombreux exemples. Le plus caractéristique peut être emprunté à la loi du 13 Juillet 1907 relative au libre salaire de la femme mariée et aux contributions des époux aux charges du ménage. Sous tous les régimes et à peine de nullité de toute clause contraire portée au contrat de mariage, la femme a dans les produits de son travail personnel et les économies en provenant les mêmes droits d'administration que l'article 1449 du Code Civil donne à la femme séparée de biens (art. 1).

Les dispositions de la présente loi pourront être invoquées même par les femmes mariées avant sa promulgation.

Nous n'entrerons pas dans le détail de la proposition de loi R. PÉRET, Jules SIEGFRIED, etc... nous nous bornerons simplement à signaler les principales idées directrices du projet. Il faut noter tout d'abord que la constitution des associations d'obligataires était facultative. En effet l'article premier stipule que « à partir de la promulgation de la présente loi et pendant deux années après la date de la signature de la paix, les obligataires des sociétés françaises ainsi que des sociétés étrangères dont l'émission d'obligations aura eu lieu exclusivement en France, *pourront être* convoqués et réunis en assemblée générale, à l'effet de décider s'il y a lieu de constituer une association en vue de la défense de leurs intérêts. » En réalité ce projet ne créait qu'une faculté pour les obligataires, il mettait un rouage à leur disposition dont ils pouvaient user ou non au gré de la majorité. Nous ne partageons pas cette manière de voir, la matière des sociétés n'a pas été laissée par le législateur à l'autonomie de la volonté des parties, la réglementation y est minutieuse. Pourquoi ne pas la compléter là où elle s'est révélée insuffisante ? Différentes législations ainsi que la pratique ayant adopté le principe des associations obligatoires, dans ces conditions, aucune hésitation ne paraît possible.

Il est intéressant d'examiner la majorité d'obligataires présents ou représentés que le projet

prévoyait pour pouvoir délibérer valablement. A la première assemblée, il fallait au moins la moitié des obligations émises et non remboursées.

Si ces conditions n'étaient pas réunies, on convoquait une seconde assemblée dans les mêmes conditions de publication et délai en ayant soin toutefois de reproduire dans la convocation la date et le résultat de la première assemblée. La majorité du quart des obligations présentes ou représentées suffisait. Si ces conditions ne se trouvaient pas encore réunies, on convoquait dans les formes une troisième assemblée ou il suffisait que le nombre des obligataires représente le dixième du capital des obligations émises et non encore remboursées. Dans toutes ces assemblées, les résolutions pour être valables devaient réunir les deux tiers des voix des obligataires présents ou représentés.

Ces dispositions nous paraissent dangereuses. En général, les obligations sont possédées par un grand nombre d'individus et si l'on suit les règles préconisées ci-dessus, il arrivera que par inertie ou ignorance, une faible minorité fera la loi à une forte majorité. Grâce à des intermédiaires peu scrupuleux, il serait facile à une société de modifier complètement les droits des obligataires. Ce grave danger de collusion a été une des causes de l'échec de cette proposition de loi devant le Parlement.

On peut encore observer que dans le projet R. PÉRET, SIEGFRIED, etc. « les décisions de l'assemblée générale intéressant les droits collectifs des obligataires et les décisions prises par l'association conformément à ses statuts sont opposables à tous les obligataires quels qu'ils soient ».

Il est étonnant que le projet n'entre pas dans les détails des pouvoirs de l'Assemblée générale. M. le Député Ch. LEBOUcq n'est pas de cet avis, car il estime qu'en parlant du droit collectif des obligataires le législateur précise suffisamment sa pensée.

« Nous ne fixons aucune limite rigoureuse, nous ne proposons aucune solution de préférence à une autre, nous laissons aux praticiens l'entière liberté de leurs combinaisons sous le contrôle des tribunaux. Nous ne spécifions pas davantage ce que peut faire la société en accord ou en désaccord avec l'assemblée. C'est l'affaire à chacun d'en décider.

Nous avons voulu surtout organiser un régime de libre discussion entre obligataires d'une part, entre obligataires et société d'autre part ».

On peut être moins satisfait que M. le Député LEBOUcq de la formule de ses collègues MM. PÉRET et SIEGFRIED. Elle allège grandement la tâche du législateur ; mais elle rejette les difficultés sur les tribunaux. M. LAURENT par exemple n'en est pas partisan. « Il conviendrait dit-il pour éviter toute

incertitude d'unifier le fonctionnement des groupement envisagés, de réglementer les conditions de nomination du représentant légal de l'association, de déterminer ses pouvoirs, son rôle, etc ».

Dans le même sens, M. René LAFARGÉ faisant allusion aux projets PÉRET, LEMERY écrit « Leurs auteurs ont pensé qu'il appartenait aux statuts de l'association de régler son organisation et son fonctionnement. Il semble cependant qu'il y aurait intérêt à ne pas laisser cette question entièrement sous silence et à tracer dans la loi les règles essentielles concernant l'organisation de l'association... par voie de conséquence. Cela permettrait également de protéger le public en imposant certaines conditions de quorum et de majorité pour les décisions les plus importantes ».

Nous avons déjà montré les erreurs de la loi belge que nous retrouvons dans le projet PÉRET, SIEGFRIED, où la majorité de l'assemblée n'ayant aucune limite à ses pouvoirs, peut modifier complètement la nature du contrat. A cet égard, bien des surprises sont à craindre, notamment le danger que voici et qui a été signalé dans maints articles de revues et de journaux.

Il est fréquent surtout dans les sociétés de petite ou de moyenne importance, que les actions et les obligations soient en grande partie dans les mêmes mains. Lors même qu'il n'y ait aucune collusion

ou manœuvre, l'obligataire qui se trouvera être en même temps actionnaire sera forcément influencé dans son vote par sa double situation surtout s'il possède des intérêts plus importants comme actionnaire que comme obligataire. Il ne serait cependant ni juste ni même possible d'éliminer des assemblées, les obligataires qui sont en même temps actionnaires. Si ceux-ci forment la majorité dans l'assemblée on peut craindre que les intérêts des autres soient sacrifiés. On pourrait parer à ce risque en fixant des conditions sévères de majorité, en décidant par exemple que pour les mesures les plus graves et qui seraient énumérées, des décisions devraient réunir les $\frac{2}{3}$ ou les $\frac{3}{4}$ des voix.

En résumé, le projet de loi de MM. R. PÉRET et J. SIEGFRIED, etc... si favorable aux sociétés était dangereux pour les obligataires. La Chambre entrevoyant ces inconvénients chercha dans une autre voie, une solution assurant la sauvegarde des actionnaires tout en ne négligeant pas les droits des obligataires. De là naquit la loi du 2 Juillet 1919 sur les règlements transactionnels. Dans un chapitre précédent nous avons montré que c'était une ébauche, malheureusement incomplète et provisoire, de protection des obligataires.

Projet R. Lafarge.

M. le Député R. LAFARGE voulant remédier à la situation précaire dans laquelle se trouvait l'obligataire, déposait le 16 novembre 1920 une proposition de loi sur « Les Associations d'obligataires ». Il la motivait ainsi : « Toute émission d'obligation crée entre les souscripteurs des titres émis, une communauté d'intérêts comparable dans une certaine mesure à celle qui existe entre les actionnaires. Il serait rationnel que ces intérêts identiques fussent représentés par un organisme chargé de les centraliser et de les défendre. Et pourtant le législateur, qui a méticuleusement pourvu à la sauvegarde des intérêts collectifs des actionnaires, ne s'est jamais occupé des obligataires, si ce n'est tout récemment dans la loi du 2 Juillet 1919 relative aux règlements transactionnels...

Dans le titre de cette loi spécialement consacrée aux sociétés, le législateur, sans aller jusqu'à instituer des associations d'obligataires, a prescrit dans des conditions qu'il est inutile de rappeler ici, des convocations d'assemblées générales d'obligataires, dans lesquelles la majorité impose la loi à la minorité... La portée de la loi sur le règlement transactionnel est à différents points de vue, restreinte, sa durée d'application est limitée à trois années — elle ne vise que le cas spécial où la société ne pouvant

faire face au paiement des sommes dont elle est débitrice, invoque l'application du règlement transactionnel — enfin cette loi n'organisant que des assemblées générales, à l'exclusion de toute association, ne confère pas au groupement des obligataires les avantages de la personnalité civile : en dehors des décisions concernant le règlement transactionnel, aucune autre ne paraît être prise par la majorité des intéressés. Or, il peut être très important pour une société de pouvoir obtenir des concessions de ses obligataires sans avoir à mettre en mouvement une procédure qui, malgré les précautions prises par le législateur, sera, fatalement une cause de discrédit... De plus, indépendamment de toute gêne financière une société peut être appelée en bien des circonstances à proposer à ses obligataires de modifier les conditions de l'emprunt.

L'impossibilité d'obtenir l'adhésion unanime fait souvent échouer des projets dont la réalisation présenterait le plus grand intérêt (*Chambre des Députés 12^e législature, 2^e session extraordinaire 1920 n° 1623*).

Bref, M. R. LAFARGE, en arrive à cette conclusion que « La question qui se posait avant la loi du 2 Juillet 1919 continue à se poser ».

Le système proposé par le Député LAFARGE consiste à rendre les associations d'obligataires facultatives pour que ce qui est des émissions déjà faites

et obligatoires pour les émissions futures. Il est assez heureusement imaginé, s'inspirant d'un précédent récent : la loi sur les sociétés du premier avril 1893. L'article 7 de cette loi stipulait en effet, que « les sociétés civiles actuellement constituées sous d'autres formes pourraient si leurs statuts ne s'y opposent pas se transformer en sociétés en commandites ou en sociétés anonymes par décision d'une assemblée générale spécialement convoquée et réunissant les conditions tant de l'acte social que de l'article 31 ci-dessus.

Le droit de convocation de l'assemblée générale est partagé par le Président du Tribunal de Commerce et par tout obligataire « ayant un intérêt sérieux à agir. On pourrait exiger seulement, qu'il possède non une quote-part des obligations émises, mais un nombre fixe minimum d'obligations (100 obligations par exemple). Le projet René LAFARGE reproduit tout en le simplifiant le mode de convocation que prévoyait MM. R. PÉRET, J. SIEGFRIED, etc... à l'avenir il n'y aura qu'une seule insertion dans les journaux d'annonces légales avec en même temps une convocation par lettre recommandée à tout obligataire ayant fait connaître son nom et son adresse à la société, M. R. LAFARGE estime « qu'il est bien facile aux obligataires de se révéler à la société. Ceux qui auraient négligé de le faire n'auraient pas à se plaindre d'avoir ignoré la réu-

nion ». Nous ne partageons pas complètement cette manière de voir. Théoriquement cette thèse est soutenable ; mais pratiquement, elle ne l'est pas. A l'heure actuelle, l'éducation financière du public est insuffisante pour pouvoir se permettre de raisonner ainsi ; d'autre part, la crainte du fisc aidant il y aurait beaucoup de chance, pour que la plupart des obligataires gardent le silence. Dans de pareilles conditions, nous ne pensons pas que l'assemblée générale arrive à réunir le quorum nécessaire pour se constituer. Etre encore moins sévère sur le pourcentage des obligations présentes ou représentées risque d'amener à de graves dangers de collusion.

Si on admet que des obligataires se soient fait connaître conformément aux vues de M. R. LAFARGE avant l'époque fixée pour la tenue des assemblées, la société et même les banques adresseront à chaque obligataire une feuille en blanc en les priant de leur donner tout pouvoir pour les représenter. Le petit capitaliste flatté de tant de prévenances, ignorant des dangers auxquels il s'expose, s'empres- sera de signer le « bon pour ». Ainsi la société ou la banque feront la majorité comme elles l'entendront, — cet écueil existe déjà, mais à un degré moindre pour les actionnaires. Le principe de la convocation individuelle est excellent ; mais on doit l'entourer de toutes les garanties nécessaires. Dans l'examen des améliorations souhaita-

bles, nous essayerons d'apporter un remède à ce grave problème.

M. R. LAFARGE examine longuement dans son projet, le fonctionnement des associations qu'il veut créer « cela évitera l'incertitude et les lacunes qui pourront se produire dans l'élaboration des statuts par les intéressés eux-mêmes et par voie de conséquence, cela permettrait également de protéger le public en imposant certaines conditions de quorum et de majorité pour les décisions les plus importantes... »

Il serait surtout utile de prescrire par une disposition spéciale que le représentant des obligataires aurait droit à la communication par la société de certains documents et notamment de ceux dont les articles 12 et 35 de la loi de 1867 prévoient la communication au profit des actionnaires ».

Nous partageons sur ce point l'opinion de M. R. LAFARGE, toutefois à notre avis le représentant des obligataires devrait avoir un droit de regard très étendu sur la société. Nous voudrions assimiler ses pouvoirs à ceux d'un commissaire des comptes ; mais avec cette différence, que dans tous les cas, il serait diligent et d'une grande compétence. Dans notre conclusion nous développerons les garanties que la loi serait à même d'exiger de ces « commissaires des obligataires ».

En ce qui concerne les pouvoirs de l'Assemblée,

M. R. LAFARGE prévoit des conditions de majorité rigoureuses pour l'adoption de mesures graves telles que : réduction de la créance des obligataires contre la société, diminution du taux d'intérêt, abandon de garanties. Le projet prévoit aussi la transformation des obligations en actions en l'entourant toutefois de garanties spéciales. « Cette mutation ne pourrait être décidée par la majorité qu'à la condition d'avoir été spécialement prévue par les statuts de l'association. Pour éviter des surprises et des fraudes dont certains obligataires ont été parfois victimes, le législateur prendrait une sage précaution en disposant que cette conversion ne pourrait même dans ces conditions avoir lieu qu'en actions entièrement libérées afin que les obligataires ne puissent jamais être tenus d'effectuer de nouveaux versements comme conséquence de cette opération. »

Nous ne partagerons pas complètement l'avis de M. R. LAFARGE. Il nous paraît difficile d'admettre la conversion des obligations en actions, une différence essentielle séparant ces deux titres, il nous semble qu'il existe d'autres procédés de sauvegarde. Une pareille opération devrait entraîner comme dans la loi belge le consentement des actionnaires ; mais comme le fait remarquer M. THALLER, on se heurte « aux principes bien connus de la sincérité du capital déclaré... Comment ce

dernier s'accommoderait-il d'un grossissement d'actions. Les anciennes ne disparaissant pas, les nouvelles provenant de l'échange de titres d'obligations, formeront au total un ensemble qui dépassera non pas seulement, qu'on le note bien, les ressources effectives de la société inventoriée dans la faillite ; mais même le capital primitif ».

En cas de crise grave et cela dans l'intérêt des obligataires eux-mêmes, nous permettons dans des conditions de majorité bien déterminée « la métamorphose des droits des obligataires » en admettant dans ce seul cas la mutation d'obligations non pas seulement en actions ordinaires entièrement libérées comme le propose M. LAFARGE ; mais en actions de priorité. En souscrivant à des obligations les porteurs de ces titres n'ont pas voulu se placer sur le même rang que les actionnaires, il est donc nécessaire que même dans le cas qui leur est le plus défavorable, ils aient encore un droit de préférence sur l'actif social.

Nous avons terminé l'exposé des directives sur lesquelles reposent les travaux de M. René LAFARGE. Tout en critiquant certaines dispositions, nous reconnaissons que ce projet constituerait déjà un énorme progrès pour la protection des obligataires. A notre avis, la question la plus dif-

ficile à solutionner réside dans le choix et dans les pouvoirs des délégués.

• Il faut éviter à tout prix une collusion possible, sinon, le meilleur des systèmes sombrera infailliblement.

Après avoir examiné la politique actuelle des sociétés vis-à-vis des obligataires, nous concluons en signalant les améliorations qui nous paraissent souhaitables.

CHAPITRE IV

Politique actuelle des Sociétés vis-à-vis des obligataires

Il est intéressant d'observer qu'actuellement la protection des obligataires provient indirectement des actionnaires eux-mêmes. A priori, cela paraît paradoxal, car on comprend difficilement que des individus ayant des intérêts aussi opposés, puissent abandonner une partie de leurs prérogatives au profit de l'un d'entre eux. Il ne faudrait pas croire que ce soit dans le seul but généreux de redresser les inégalités et les injustices provenant du silence de la loi. Les bénéfices recueillis par les sociétés et aussi par les banques furent les véritables mobiles d'une telle politique.

Gênées dans leur trésorerie pendant la guerre, les sociétés aperçurent très vite les avantages multiples que présenteraient les associations d'obligataires. Les banques comprirent que si l'on

voulait emprunter par ces temps de crises et d'argent cher, il fallait, non seulement offrir des garanties sérieuses, mais encore prendre des initiatives en faveur des obligataires dont on avait tant besoin. Aussi, sous le prétexte de s'intéresser aux clients ayant souscrit à l'émission, les banques conseillèrent aux sociétés de créer suivant l'expression courante « des Sociétés Civiles d'Obligataires ». En plus du pourcentage sur le placement des titres et des sommes qu'elle percevra lors du paiement des coupons, la banque, par des intermédiaires, se réservait un certain nombre de places parmi les délégués de la Société Civile. Grâce au grand nombre d'associations d'obligataires, les banques, et en particulier les banques de dépôt, recueillaient un assez gros bénéfice. Les avantages des obligataires étaient-ils identiques ? Nous ne le pensons pas car si les actionnaires groupaient les prêteurs, ils avaient bien soin d'organiser « la Société Civile » comme ils l'entendaient. La manœuvre était habile puisqu'elle donnait l'illusion de la force à l'obligataire. En étudiant différents types de statuts d'associations, on pourrait peut-être observer que la valeur des concessions varie en raison directe des besoins financiers de la société. Une pareille étude paraîtrait agressive et sortirait du cadre de notre sujet.

Nous allons examiner les statuts d'une de ces associations, en prenant comme exemple, ceux qui ont été imposés par la société ayant fait une des plus grandes émissions de l'année.

Nous ne discuterons pas les garanties offertes, notre seul rôle se bornera à étudier le fonctionnement de l'Association des obligataires.

En juin 1921 le groupement de l'industrie sucrière française en reconstruction (sucreries et raffineries, société anonyme au capital de 10 millions de francs) lançait un emprunt de 200.000.000 de francs divisé en 400.000 obligations 6 0/0 de 500 francs nominal chacune, nettes d'impôts présents et futurs.

Dans le prospectus d'émission on pouvait lire « Les porteurs des obligations ci-dessus feront partie de plein droit d'une société civile dont les statuts sont déposés chez M^e Moyne, notaire à Paris. Le texte des statuts figurera au dos des titres ».

Cette pratique imitée de l'Angleterre est excellente, toutefois pourquoi ne pas donner une plus large publicité à ces statuts pendant la souscription ? Toute méprise serait ainsi évitée aux premiers obligataires qui, par négligence, ne demandent pas à prendre connaissance des statuts. Voici un aperçu des dits statuts :

Art. 1. — Il est formé une société civile entre

les souscripteurs et les propriétaires futurs des obligations 6 0/0 de 500 francs chacune représentant l'emprunt de deux cents millions de francs émis ou à exécuter en vertu de l'autorisation donnée le 23 avril 1921 par délibération de l'assemblée générale extraordinaire de la société anonyme du groupement de l'industrie sucrière française en reconstruction et suivant décision du conseil d'administration de la dite société en date du 22 avril 1921.

Art. 2. — La société civile a pour objet de mettre en commun, réunir et de centraliser dans l'intérêt de tous les obligataires l'exercice des droits, actions et garanties qui sont dès à présent ou qui pourraient être ultérieurement attachés aux titres, de telle sorte que la société civile pourra seule et à l'exclusion de tout obligataire individuellement exercer droits, actions et garanties. Il est bien entendu que malgré cette mise en commun des droits, actions et garanties attachées aux obligations, chacun des obligataires conservera la propriété personnelle et exclusive de ses obligations et pourra en disposer à son gré, sans être tenu d'avoir recours à la société civile ou de l'en informer.

Suivent des dispositions sur le siège social (Art. 4). La durée de la société (Art. 5). Il est stipulé (art. 6) que la souscription ou la possession

d'une obligation à n'importe quel titre emporte de plein droit adhésion aux présents statuts et aux décisions de l'assemblée générale des obligataires.

Avec l'article 7 on arrive à des détails d'organisation, qui présentent un gros intérêt : « La Société est gérée par un comité composé de 3 à 6 membres. Les administrateurs sont choisis par les obligataires et doivent posséder chacun au moins dix obligations qui resteront déposées dans les caisses de la Société. Sont désignés par les présents statuts comme premiers administrateurs MM...

Cette désignation devra être confirmée dans les trois ans par l'assemblée générale des obligataires. Les administrateurs exercent leurs fonctions jusqu'à leur décès, leur démission ou leur révocation par l'assemblée générale des obligataires ».

On peut observer que la banque chargée du placement des titres avait un certain nombre de représentants parmi les premiers administrateurs de l'association. Pour garantir leur indépendance on exige d'eux la possession de dix titres. Peut-être trouvera-t-on que c'est peu. Leur désignation doit être confirmée par l'Assemblée générale des obligataires dans un délai de trois ans, peut-être trouvera-t-on que c'est beaucoup. En réalité, il n'existe qu'une garantie assez fictive, la possibilité de révocation par l'assemblée générale, la convo-

cation de celle-ci étant faite soit par le comité de la société civile, soit par le conseil d'administration de la société débitrice, soit par les obligataires les plus diligents réunissant au moins 2 0/0 des obligations non amorties (art. 10). Il résulte de là, qu'il dépend en définitive des obligataires de réunir en assemblée générale et par suite qu'ils ont dans la main leurs représentants. Ce n'est peut-être qu'une apparence ; il sera sans doute difficile de grouper le nombre d'obligataires suffisants pour provoquer la réunion de l'assemblée générale ; mais pour prendre une décision « l'assemblée générale ne délibère valablement que si les obligataires présents ou représentés réunissent le quart au moins des obligations en circulation. En ce qui concerne l'exemple qui nous préoccupe il faudrait, en admettant que tout fut souscrit, que l'assemblée générale représente 50.000.000 francs pour pouvoir révoquer les administrateurs.

Dans ces conditions, il paraît bien difficile pratiquement aux obligataires d'agir.

Il est à noter que la rémunération des administrateurs est à la charge de la société débitrice, c'est une mesure très critiquable qui peut nuire à l'indépendance de ces représentants.

M. WAHL, dès 1901, remarquait aussi « qu'il serait injuste de mettre les dépenses à la charge

des actionnaires, c'est aux obligataires seuls que la dépense profite... » (WAHL loc. cit. p. 316).

L'article 8 stipule que le comité a les pouvoirs les plus étendus pour agir au nom de la société civile, faire toutes opérations relatives à l'objet social, représenter la société vis-à-vis de la société débitrice et vis-à-vis des tiers... Les obligataires se réunissent en assemblée générale lorsqu'il y a lieu pour délibérer et statuer sur leurs intérêts communs. La convocation est faite soit par le comité de la société, soit par le conseil d'administration de la société débitrice, soit par les obligataires les plus diligents réunissant au moins 2 0/0 des obligations non amorties. Il y a lieu d'observer que la société anonyme dite « Groupement de l'Industrie sucrière française en reconstruction (sucreries et raffineries) peut se faire représenter par un ou plusieurs délégués ayant voix consultative.

Les délibérations sont prises à la majorité des voix des membres présents, chaque obligataire a autant de voix qu'il possède ou représente d'obligations.

L'assemblée délibère et statue souverainement sur toutes questions et tous objets pouvant intéresser la société civile. Ces décisions régulièrement prises, obligent *tous les obligataires, y compris les absents, incapables ou dissidents.*

Dans un cas récent, la première Chambre du Tribunal de la Seine vient de décider que cette clause était nulle et de nul effet. Il s'agissait de l'affaire dite du Banco el Hogar Argentino. Cette dernière société avait procédé en 1920 au remboursement à Paris de ses obligations en francs exclusivement. La *Société civile des obligataires* avait accepté ce remboursement ; mais un petit nombre de porteurs dissidents ne s'inclinant pas devant la décision de la majorité avaient assigné le Banco el Hogar afin d'obtenir le maintien du service financier en pesos à Buenos-Aires. Après plaidoiries de M^{es} BAUDELLOT et VIDAL-NAQUET pour les porteurs et de M^{es} MASSE et FOURCADE pour le Banco, le Tribunal a décidé que le Banco ne pouvait supprimer des avantages qu'il avait accordés aux capitalistes français et que, *malgré la décision de la Société Civile d'obligataires*, les porteurs conservaient le droit de se faire payer à Buenos-Aires en pesos. La question de savoir dans quelle limite la majorité peut faire la loi à la minorité est donc très délicate. A ce sujet nous avons examiné les discussions nombreuses qui ont été soulevées à propos des projets de lois de MM. R. LAFARGE, Raoul PÉRET, SIEGFRIED. :

Les articles 13 et 14 ont une importance fondamentale. L'assemblée délibère *valablement sur toutes les questions autres que celles prévues à*

l'art. 14, si les obligataires présents ou représentés réunissent le quart au moins des obligations en circulation (art. 13). En ce qui concerne les mentions qui seront inscrites sur les titres d'obligations ou dans la notice à insérer au Bulletin des annonces légales obligatoires et sur le prospectus d'émission avec stipulation que « les engagements qui en font l'objet ne pourront être modifiés sur aucun point sans l'assentiment unanime des obligataires » aucune dérogation ne pourra y être apportée qu'avec l'assentiment d'une assemblée générale où les porteurs de toutes les obligations restant en circulation et non amorties seront présentés ou représentés et voteront la résolution à l'unanimité (art. 14).

A première vue on comprend difficilement l'exception que soulève l'article 14. En principe, les droits individuels des obligataires sont subordonnés à ceux de la société civile ; mais par exception ils restent intangibles dans des cas expressément déterminés, ces cas figurant sur les titres. Réaliser l'unanimité est une chose impossible surtout quand il s'agit dans le cas qui nous occupe d'une circulation de 400.000 obligations. L'article 14 est un véritable frein qui mettra l'association civile des obligataires dans l'impossibilité d'agir le jour où cherchant à se libérer de ses entraves, elle voudra modifier ses statuts.

L'article 13 exige des conditions de majorité beaucoup plus larges et cela dans l'avantage de la société. Il s'agit dans cette hypothèse de faciliter les négociations de la société débitrice avec l'association. Toute décision de ce genre est valable, si elle est prise à la majorité des obligataires présents ou représentés, possédant le quart des obligations en circulation.

En principe le huitième plus une des obligations en circulation non amorties suffisent dans tous les cas pour prendre une décision. Donc 50.001 obligations représentant un capital de 25.000.500 francs font la loi à 349.993 obligations représentant un capital de 174.999.500 francs. N'y a-t-il pas là un réel danger pour les obligataires d'exiger ainsi une aussi faible majorité ? Si la société débitrice est sérieuse, il n'y a que demi-mal ; mais si on suppose le cas d'une affaire ayant un capital obligations beaucoup plus faible, il suffirait à la société, par l'intermédiaire de quelques administrateurs, d'acheter le huitième plus une des obligations pour réaliser grâce à l'apathie et à l'ignorance des porteurs non seulement les modifications au contrat, mais encore, ce qui est bien plus grave, la transformation des obligations en actions.

Les statuts de l'Association de la société anonyme de l'industrie sucrière s'inspirent du projet

R. PÉRET et SIEGFRIED. On se rappelle que ces auteurs prévoyaient des quorums décroissant et que dans la troisième et dernière assemblée, il suffisait du dixième du capital des obligations émises et non encore remboursées. A ce sujet, M. R. LAFARGE s'exprime ainsi : « On a fait ressortir du projet PÉRET-SIEGFRIED qu'il risquait de favoriser la collusion entre les sociétés débitrices et les groupes d'obligataires à leur dévotion, qui pourraient parvenir à disposer de la majorité dans l'assemblée générale. Nous croyons que la collusion proprement dite, contre laquelle le législateur a le devoir de défendre les obligataires ne se produira qu'exceptionnellement ».

Nous ne sommes pas de l'avis de M. René LAFARGE. Il est évident que les sociétés sérieuses forment la grande majorité ; mais dans ce cas, l'obligataire n'a pas besoin d'être protégé. La prospérité d'une entreprise, la valeur morale des administrateurs sont les meilleurs gages qu'il puisse souhaiter. Le législateur doit voter une loi rigoureuse qui ne gênerait nullement les sociétés sérieuses ; mais qui empêcherait toute manœuvre répréhensible de la part des affaires douteuses.

Dans notre conclusion, nous allons essayer de mettre en lumière un projet qui, évitant une collusion toujours possible, réaliserait, à notre avis, une protection efficace des droits des obligataires.

CONCLUSION

Projet de Protection des Droits des Obligataires

Nous venons d'examiner longuement la situation pénible dans laquelle se trouve l'obligataire français. A part la loi de 1907 prescrivant des mesures de publicité destinées à permettre aux souscripteurs d'agir en connaissance de cause et la loi du 2 juillet 1919 qui assure en cas de règlement transactionnel la sauvegarde des intérêts collectifs des prêteurs, il n'y a rien dans notre législation qui protège l'obligataire. Les projets parlementaires que nous avons exposés seraient une amélioration bien incomplète de leur sort. Ces derniers projets n'ayant pas abouti ou étant encore en discussion devant le Parlement, l'obligataire est obligé d'accepter le mode de protection que les sociétés mettent à sa disposition, au moyen

de ce qu'on désigne improprement sous le nom de « sociétés civiles d'obligataires ». Nous allons essayer de dégager de notre étude un système qui organisant le droit collectif des obligataires, laisserait à la société débitrice la plus large initiative. A ce sujet, nous nous permettons de citer l'opinion de M. WAHL qui en 1901 dans l'énumération des améliorations désirables écrivait « Il est dans l'esprit de notre loi sur les sociétés et il est désirable que la société soit administrée exclusivement par ses membres. Les intérêts des obligataires sont constamment en opposition avec ceux des actionnaires, les obligataires par exemple, peuvent avoir intérêt à ce que la société évite certaines opérations aléatoires rentrant dans l'objet social qui sont de nature à compromettre les bénéfices immédiats ; mais aussi à augmenter les bénéfices futurs, les obligataires n'ont d'autre aspiration que de sauvegarder les revenus fixes ; les actionnaires, l'ambition légitime de développer leurs dividendes variables et l'intervention des obligataires enlevant à la société son caractère de spéculation qui est l'essence de toute société commerciale (WAHL loc. cit. p. 320).

Ayant posé ce principe, le distingué Professeur essaye de faire une séparation entre les droits à accorder et les droits à refuser aux obligataires. Il n'admet pas que les obligataires ou leurs re-

présentants aient une place dans le conseil d'administration, ni qu'ils assistent avec voix délibérante aux assemblées d'actionnaires. Ils pourraient au contraire y assister avec voix consultative, il en serait de même pour les réunions du Conseil d'Administration. Cette solution empirique qui permet ceci et défend cela, prête lieu à beaucoup de discussions. Pour nous, le problème du contrôle des obligataires devrait se résoudre de la façon suivante :

Nous observerons tout d'abord que la protection des obligataires est un problème général où l'ordre public est intéressé. Le titre peut changer de propriétaire à chaque instant, aussi, le devoir du législateur est d'intervenir dans le but de protéger l'épargne française. A notre avis, la loi ne devra pas énoncer des règles rigides, ce qui serait une gêne non seulement pour la société débitrice, mais encore pour les obligataires eux-mêmes. Au contraire, le législateur devra instituer des règles très souples laissant ainsi à chacune des parties les initiatives nécessaires au bon fonctionnement d'un pareil système. Toutefois, il devra exister dans la loi une démarcation très nette entre les droits des actionnaires et ceux des obligataires. Il ne faudrait pas perdre de vue que l'actionnaire courant les risques bons ou mauvais de l'entreprise doit seul en assumer la direction. On assurera seulement à

l'obligataire l'exécution du contrat qui le lie à la société débitrice, autrement dit la loi lui accordera les garanties nécessaires à sa tranquillité et à son avenir, son ambition ne devra pas aller plus loin.

Les principes généraux énoncés ci-dessus étant admis, le législateur déciderait que toute émission d'obligations entraînerait de plein droit la naissance d'une personne morale à attributions nettement déterminées : l'Association des obligataires. Cette association serait déclarée dans les conditions prévues par la loi de 1901, ce qui lui donnerait le droit de posséder et d'ester en justice.

L'association existerait donc « *ab initio* » et nous ne partageons pas l'opinion de certains auteurs en particulier M. THALLER qui veut faire vivre l'association dans une espèce de rêve, lui refusant même toute forme concrète jusqu'au jour d'une crise parce que jusque-là il n'en voit pas l'utilité. C'est là le système de la loi du 2 juillet 1919 sur les règlements transactionnels, nous avons montré qu'aujourd'hui on est à peu près d'accord pour souhaiter que la représentation des obligataires soit non seulement permanente, mais obligatoire.

Par respect au principe de la non rétroactivité on pourrait décider, imitant en cela la loi de 1893 sur les sociétés anonymes, que les porteurs d'obligations émises avant la promulgation de la loi pourront, si les statuts ne s'y opposent pas, se

grouper en une association. Si postérieurement à la promulgation de la loi une société ayant sur le marché des obligations anciennes désirait faire une nouvelle émission, elle serait obligée de grouper les anciens obligataires en une association, d'obtenir de celle-ci comme nous le verrons par la suite l'autorisation nécessaire. Ces conditions étant remplies, la société pourrait emprunter et les nouveaux obligataires entreraient dans l'association, évidemment avec un contrat différent de celui des premiers. Cela ne gênerait en rien le fonctionnement de l'association, chaque porteur devant se soumettre aux conditions spéciales quant à l'intérêt et au remboursement de son titre.

Procédure de constitution des associations d'obligataires.

La première assemblée se réunirait automatiquement après la clôture de l'émission sur convocation du Président du Tribunal de Commerce. Le droit de convocation pour les autres assemblées serait partagé entre les sociétés débitrices et les administrateurs de l'association. Les convocations seraient individuelles, par lettre recommandée, pour les obligataires qui se seraient fait connaître à la société. En même temps la société ou les ad-

ministrateurs de l'association feraient paraître des insertions dans un certain nombre de grands quotidiens. Nous abandonnons la publicité dans les journaux d'annonces légales car comme nous l'avons déjà montré, elle n'offre pas les garanties nécessaires.

A notre avis, les représentants de l'association devraient comprendre un petit nombre d'individus, trois au plus. Les travaux de ces délégués étant, en réalité faibles, il serait inutile et coûteux de prévoir un personnel nombreux. Cela étant acquis, le législateur stipulerait que le choix des délégués porterait :

1) *Facultativement*. Sur des obligataires possédant le plus grand nombre de titres. De cette façon, on aura le maximum de garanties sur la diligence qu'ils apporteront à l'exercice de leur nouvelle fonction. Ils travailleront non seulement dans l'intérêt de la collectivité ; mais encore dans le leur.

2) *Obligatoirement et sous peine de nullité de constitution sur un délégué désigné par un organisme nouveau, véritable « Office de protection des obligataires »*. Cet Office organisé par l'initiative privée fonctionnerait sous la surveillance de l'Etat et serait reconnu d'utilité publique. Pour aller plus vite et pour diminuer les frais on pour-

rait créer une branche nouvelle à une des organisations financières spécialement chargées à l'heure actuelle de la défense des intérêts des particuliers, l'Association nationale des Porteurs français des valeurs mobilières par exemple.

Mis au courant de toute transaction, de toute proposition émanant de la société débitrice, le délégué spécial devrait en référer *obligatoirement* au Conseil d'administration de l'office de protection des obligataires. L'avis favorable ou non de cet office figurerait en même temps que l'ordre du jour sur l'avis de convocation adressé aux obligataires.

Par ce moyen nous réduirons le nombre des assemblées générales car si la société débitrice ne peut obtenir l'adhésion de « l'office de protection », elle abandonnera d'elle même ses propositions car elles n'auraient aucune chance de réussir.

Le législateur devra aussi spécifier *que seul le délégué de « l'office » pourra recevoir les pouvoirs signés en blanc pour représenter les obligataires absents.* De cette façon, il sera impossible à la Société ou à un obligataire de faire la majorité qu'ils voudraient. La surprise est d'autre part impossible car en plus du mode de convocation que nous avons exposé « l'office de protection des obligataires » assurerait grâce aux moyens puissants dont il dispose une large publicité. Les

sociétés douteuses craindront cet organisme nouveau et cesseront malgré elles leurs pratiques répréhensibles.

Nous désirons que ces administrateurs ou délégués aient un droit de regard permanent sur la société. A cet effet nous demandons qu'ils aient les mêmes pouvoirs que les commissaires des comptes dans les sociétés actuelles.

Notons d'abord que dans nos lois sur les sociétés anonymes les commissaires ne peuvent être désignés dans les statuts. Ils sont nommés par l'assemblée constitutive. On suivrait la même règle pour « les commissaires des obligataires ». A l'heure actuelle, ces délégués sont nommés par les statuts, c'est-à-dire en fait par la société débitrice. Il est dès lors à craindre que la protection qu'ils sont censés exercer ne soit qu'un leurre, une illusion.

Les commissaires des comptes ont pour mission principale de faire à l'assemblée générale annuelle un rapport sur la situation de la société, sur le bilan, et sur les comptes présentés par les administrateurs.

Ils n'ont pas à rechercher la cause ou à critiquer la validité des opérations faites par le Conseil et qui ont donné lieu aux paiements contestés par ces comptes (PARIS 1889 D. 1890 p. 503).

Pour pouvoir remplir leur mission « pendant le trimestre qui précède l'époque fixée par les statuts

pour la réunion de l'assemblée générale, les commissaires ont droit, toutes les fois qu'ils le jugent convenable dans l'intérêt social, de prendre communication des livres et d'examiner les opérations de la société ».

Notons enfin avec HOUPIN et BOSVIEUX que « les commissaires n'ont pas à s'immiscer dans l'administration et à exercer un droit de veto sur les actes des administrateurs ou à critiquer leur gestion au point de vue purement technique. On ne saurait donc imposer à ceux-ci l'obligation de demander l'avis des commissaires. Il y aurait une confusion d'attributions respectives que la loi répudie (HOUPIN et BOSVIEUX loc. cit. p. 233).

En résumé pour assurer d'une façon aussi efficace que possible le contrôle des obligataires sur la marche des affaires sociales, il suffirait de décider que leurs représentants auraient la même compétence que celles des commissaires des comptes. On les adjoindrait à ces derniers étant entendu qu'ils seraient désignés par l'assemblée générale des obligataires dans les conditions sévères que nous avons exposées ci-dessus. En aucun cas, nous n'accepterions la nomination de ces délégués par la société débitrice. Tout le monde sait que dans les sociétés anonymes les commissaires des comptes manquent trop souvent de compétence ou d'indépendance. Nous ne voudrions pas tomber dans

les mêmes erreurs avec les « commissaires des obligataires ». De la solution de cet important problème dépend comme nous l'avons déjà montré, à propos de la proposition LAFARGE, la réussite ou l'échec de tout projet ayant pour but la protection des obligataires.

Les frais de constitution de l'association seraient à la charge de la société débitrice ; mais quand l'association serait définitivement constituée, les frais divers et fonctions de « commissaires des obligataires » seraient à la charge de l'association. A cet égard, M. WAHL fait très justement remarquer « Qu'il serait injuste de faire supporter les frais occasionnés par ces délégués, la société débitrice n'en ayant pas les bénéfices, ne doit pas en avoir la charge ». (WAHL loc. cit. p. 316).

Le législateur aura intérêt à ne pas laisser dans l'ombre les pouvoirs de l'association. A notre avis, il devrait comme dans le système belge indiquer par voie d'énumération, les pouvoirs des assemblées générales. Les obligataires pourraient par exemple, accepter des dispositions tendant à augmenter ou à supprimer des suretés particulières. Ils pourraient modifier la date d'échéance, le taux d'intérêt, décider des actes conservatoires, dans l'intérêt commun. Toutefois en aucun cas, nous ne permettrions la transformation des obligations en actions. Il ne serait pas juste que contre leur

gré, des obligataires soient mis en temps de crise sur le même rang que les actionnaires ; alors que en temps de prospérité sauf dans l'hypothèse des obligations convertibles en Amérique, les actionnaires se gardent bien de faire participer les obligataires à leurs bénéfices. Toutefois pour ne pas paralyser l'action de la société et pour éviter la faillite ou le règlement transactionnel pourrait-on admettre dans des conditions de majorité assez élevées, la transmutation des obligations, en actions de préférence, et cela, parce que ces dernières gardent encore quelques analogies avec les obligations.

En cas de faillite ou de liquidation, les commissaires suivraient les opérations pour le compte des obligataires.

En cas de concordat l'assemblée générale statuerait dans des conditions de majorité que la loi déterminerait.

En aucun cas, les statuts ne pourraient porter des dérogations à la loi sur le règlement transactionnel qui s'appliquerait toujours de plein droit dans cette hypothèse.

L'assemblée générale des obligataires jouerait encore un grand rôle dans le cas où de nouvelles émissions seraient nécessaires. A cet égard, il faudrait que la société débitrice demande l'approbation à cette assemblée. Si l'affaire est sérieuse, si

cette offre des garanties, les obligataires accorderont facilement cette autorisation. Au cas contraire ou par suite d'une gestion défectueuse la société menacerait faute d'argent liquide de tomber en faillite ou en liquidation, une nouvelle émission risquerait de diminuer fortement le gage des premiers obligataires.

Il est donc juste de demander leur avis dans une pareille opération. Si l'affaire est mal dirigée, les anciens obligataires pourront tenter la chance en transformant leurs titres en actions de préférence, ils auront ainsi voix à l'assemblée générale des actionnaires et qui sait si grâce à l'apport d'un capital liquide nouveau et par leur intervention éclairée dans la gestion de l'affaire, ils ne seront pas récompensés largement de leur initiative. On pourra reprocher à notre projet qu'en cas de refus, la société est acculée à la faillite. Cette solution n'est-elle pas dans ce cas désirable. Une émission nouvelle retarderait la faillite ou la liquidation ; mais les ruines s'amoncelleraient. On n'a pas intérêt à ce que de nouveaux fonds aillent s'engloutir dans des entreprises sans avenir et qui ne constituent souvent que des escroqueries déguisées. Il y a un moindre mal à ce que — exceptionnellement une société sérieuse sombre parce que la loi n'aura pas été assez souple qu'à voir se fonder des entreprises sans solidité ou disparaîtrait l'épar-

gne des gens peu au courant des manœuvres de certains financiers. Il serait navrant que des obligataires dont l'intention a été de faire un placement comportant le moins de risques possibles soient exposés à se voir traiter comme des actionnaires et cela seulement lorsque l'entreprise périclité.

Il nous reste enfin une question délicate à solutionner, c'est de savoir dans quel cas la majorité fera la loi à la minorité. Si la loi exige un fort pourcentage d'obligataires présents ou représentés, l'assemblée aura du mal à se réunir valablement.

Notre projet mettant l'obligataire complètement à l'abri de toute collusion et de toute surprise, nous ne serons pas très exigeants sur le quorum nécessaire pour la tenue des assemblées générales. Deux assemblées nous paraissent suffisantes, convoquées comme nous l'avons prescrit ci-dessus; mais ou le quart pour la première et le huitième pour la seconde du capital-obligations présent ou représenté serait nécessaire.

Une pareille loi s'appliquerait-elle aux sociétés ayant émis des obligations antérieurement à sa promulgation ?

Par respect au principe de la non rétroactivité on pourrait décider imitant en cela la loi de 1893 sur les sociétés anonymes, que les porteurs anciens

pourraient si les statuts ne s'y opposent pas, se grouper pour se soumettre à la loi. Toute émission nouvelle ferait naître une association à peine de nullité d'emprunt.

Si postérieurement à la promulgation de la loi une société avait sur le marché des obligations anciennes, elle pourrait émettre de nouvelles obligations à condition de se soumettre à la présente loi, c'est à dire dans le cas spécial de grouper obligatoirement les anciens obligataires en une association et enfin obtenir leur autorisation. Du fait de la nouvelle émission, le nouveau groupe d'obligataires entrerait dans l'association évidemment avec un contrat différent de celui des premiers. Cela ne gênerait en rien le fonctionnement de l'association, chaque porteur devant se soumettre aux conditions spéciales quant à l'intérêt et au remboursement de son titre.

En résumé, notre projet rendrait les associations obligatoires et donnerait naissance à une organisation nouvelle ayant pour but la protection de l'obligataire. Le représentant de cette organisation et les délégués des obligataires s'ils existent, en plus des pouvoirs spéciaux que nous avons expliqués, auraient les mêmes droits que ceux des commissaires des comptes. Si toutefois, on estimait ces pouvoirs trop étendus, nous nous contenterions d'un « large droit de regard », c'est-à-dire : Pré-

sence avec voix consultative aux assemblées générales des actionnaires de la société débitrice et comme conséquence communication obligatoire des documents prévus par les articles 12 et 35 de la loi sur les sociétés anonymes de 1867. Dans la limite des pouvoirs que lui accorderait la loi, l'assemblée générale des obligataires ainsi éclairée, prendrait avec le maximum de garanties les décisions qu'elle jugerait utile à ses intérêts.

L'obligataire étant mieux protégé aura une confiance plus grande. Grâce à cette sûreté absolue du lendemain, il s'empressera de souscrire et de faciliter par ce moyen l'essor des sociétés. En définitive, le vote d'un projet qui respecte rigoureusement les droits des actionnaires et des obligataires est à souhaiter, non seulement pour ces deux catégories de capitalistes ; mais surtout pour la satisfaction de l'intérêt général.

VU : le Doyen,

F. LARNAUDE.

VU : le Président,

Albert WAHL.

VU et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

P. APPELL,

BIBLIOGRAPHIE

BAUDRY ET WHALL. — *De la Société, du prêt, du dépôt* (3^e éd., 1907).

BOURCART. — *De l'organisation et des pouvoirs des Assemblées Générales dans les Sociétés par actions* 1905.

BERTHÉLEMY. — *Traité élémentaire de droit administratif* 7^e éd., 1913).

GAIN René. — *Les Sociétés d'obligataires*, 1920 (Dalloz).

HOUPIN ET BOSVIEUX. — *Traité général des Sociétés civiles et commerciales* (1918).

JÉZE. — *Principes Généraux de droit administratif* (1914)

LACOUR ET BOULEROT. — *Précis de droit commercial* 1920 (Dalloz).

LAFARGE René. — *Proposition de loi sur les associations d'obligataires* (1920).

LYON CAEN ET RENAULT. — *Traité de droit commercial* 4^e éd., t. II (1908-1909).

PÉRET, J. SIEGFRIED. — *Proposition de loi sur les Associations d'obligataires* (1917).

PLANIOL. — *Traité élémentaire de droit civil* (7^e éd., 1915).

PRESTON. — *Etude sur les Trusts et les Trustees* (1909).

ROUSSEAU. — *Des Sociétés commerciales françaises et étrangères* (2 vol. 4^e éd., 1912).

THALLER. — *Traité élémentaire de droit commercial* (4^e éd., 1910).

THALLER ET PERCEROU. — *Traité Général théorique et pratique de droit commercial, des faillites, banqueroutes et liquidations* (2 v. (1909-1917).

WAHL. — *Etude sur les droits communs des obligataires d'après le droit français* (1901).

RECUEILS DE JURISPRUDENCE RÉPERTOIRES ET REVUES

Annales de droit commercial et industriel, français, étranger et International (fondées par E. THALLER, dirigées par J. PERCEROU).

Annuaire de législation étrangère, (publié par la Société de législation comparée).

DALLOZ. — *Jurisprudence générale*, recueil périodique et critique de jurisprudence de législation et de doctrine.

Journal des Sociétés civiles et commerciales, (Revue pratique de jurisprudence, de doctrine et de législation publiée par C. HOUPIN ET H. BOSNIEUX).

Revue des Sociétés (Jurisprudence, doctrine, législation française et étrangère sur les Sociétés, fondée en 1883 par A. VAVASSEUR).

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION

Le problème de la protection des obligataires dans les sociétés anonymes.....	7
---	---

CHAPITRE PREMIER

Nature juridique des droits de l'obligataire. Exercice pratique de ces droits. Sociétés civiles ou Associations.....	13
--	----

CHAPITRE II

Statut jurisprudentiel et légal des obligataires en droit comparé.....	30
--	----

CHAPITRE III

Etude des projets Parlementaires français organisant la protection des obligataires.....	66
--	----

CHAPITRE IV

Politique actuelle des sociétés vis à vis des obligataires	86
--	----

CONCLUSION

Projet de protection des droits des obligataires..	97
--	----

PARIS

LIBRAIRIE ERNEST SAGOT et Cie

19, rue Cujas et 10, rue Victor-Cousin
